

Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

СМЕНА ТОП-МЕНЕДЖМЕНТА: ИССЛЕДОВАНИЕ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса бакалаврской
программы, направление 38.03.02
«Менеджмент»,
профиль Финансовый менеджмент
КУЗНЕЦОВОЙ Натальи Олеговны



Научный руководитель к.э.н., доцент
ИЛЬИНА Юлия Борисовна



Санкт-Петербург

2020

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ХАРАКТЕРЕ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, студент 4 курса отделения «Финансовый менеджмент» программы бакалавриата направления «Менеджмент», Кузнецова Наталья Олеговна, заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Смена топ-менеджмента: исследование российских публичных компаний», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1. Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».



(Подпись студента)

30.05.2020

(Дата)

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Введение | 4 |
| Глава 1. Смена топ-менеджмента и корпоративное управление..... | 7 |
| 1.1. Смена топ-менеджмента: понятие и основные причины | 7 |
| 1.2. Органы управления компанией и смена топ-менеджмента | 11 |
| 1.3. Смена топ-менеджмента: опыт России | 15 |
| 1.4. Обзор исследований по взаимосвязи смены топ-менеджмента компаний и корпоративного управления..... | 23 |
| 1.5. Гипотезы исследования | 26 |
| Глава 2. Эмпирическое исследование взаимосвязи смены топ-менеджмента и финансовой результативности российских публичных компаний | 30 |
| 2.1. Методология исследования | 30 |
| 2.2. Выборка компаний и описательная статистика | 33 |
| 2.3. Итоги регрессионного анализа | 43 |
| 2.4. Выводы исследования | 50 |
| Управленческие приложения | 54 |
| Ограничения исследования..... | 56 |
| Заключение | 57 |
| Список использованных источников | 59 |

ВВЕДЕНИЕ

Вопрос смены генерального директора входит в ряд ключевых для любой компании. Тема процесса замены CEO (Chief Executive Officer) активно изучается на рынках развитых стран еще с середины 70-х годов прошлого столетия, а в последние десять лет стала объектом обсуждения исследователей по всему миру. Актуальность данной тематики связана с возможностью существенного влияния генерального директора на имидж, деятельность и траектории развития компании, а также с все более частым упоминанием корпоративных скандалов, вызванных неудовлетворительными результатами работы CEO и приведших к значительному снижению капитализации компании.

В данной выпускной квалификационной работе будет изучен процесс обновления состава топ-менеджмента, смены генерального директора в частности, в российских публичных компаниях в разрезе взаимосвязи с факторами корпоративного управления данных компаний. В существующих исследованиях, посвященных тематике замещения руководителей высшего эшелона, утверждается, что вероятность смены CEO находится в зависимости от финансово-экономических показателей деятельности компании, характеристик компании и самих генеральных директоров. В ряде работ также отмечается, что процесс смены первого лица компании может быть связан с таким макроэкономическим фактором, как общее состояние экономики в регионе деятельности фирмы. Таким образом, изучение и анализ причин и последствий смен руководителей компаний может повысить эффективность деятельности компании, уровень корпоративного управления и уменьшить количество скандальных увольнений генеральных директоров.

Целью данного исследования является установление наличия и характера взаимосвязи между сменой генерального директора и корпоративным управлением в российских публичных компаниях и выявление значимых факторов для смены руководителя в российских публичных компаниях. Были сформулированы следующие задачи:

1. Проведение анализа исследований по взаимосвязи смены топ-менеджмента в российских и зарубежных компаниях и факторов корпоративного управления в данных компаниях;
2. Формирование базы данных по показателям смены генеральных директоров и факторам корпоративного управления и характеристикам компаний и

руководителей исследуемых российских компаний, акции которых торгуются на российском фондовом рынке;

3. Проведение эмпирического исследования по установлению взаимосвязи между сменой CEO компании и факторами корпоративного управления российских публичных компаний;
4. Предоставление на основе выводов исследования рекомендаций российским компаниям с целью эффективного обновления состава топ-менеджмента, в особенности позиции CEO, и повышения результативности деятельности компании.

В ходе исследования будет проведен анализ существующих работ, изучающих процесс смены генеральных директоров и корпоративное управление компаний, действующих в различных странах, а также сделан обзор существующих на рынке тенденций. На основе данных работ, а также особенностей российского рынка, сформируются гипотезы данного исследования.

Исследование основано на изучении выборки российских компаний, котирующихся на Московской бирже и входящих в индекс акций широкого рынка Московской фондовой биржи (ММВБ). В работе были использованы данные за 5 лет – в период с 2014 по 2018 год включительно. Для поиска необходимой информации о финансово-экономических показателях и ряде прочих факторов были использованы базы данных СКРИН, СПАРК, Thomson Reuters Datastream, годовые отчеты компаний и информация, представленная на официальных сайтах компаний в разделе раскрытие существенных фактов. По итогам проведенного эмпирического исследования, полученные результаты интерпретируются в разрезе корпоративного управления для составления релевантных рекомендаций.

В первой главе данной выпускной квалификационной работы рассматриваются существующие теоретические подходы к изучению смен руководящего состава компаний и корпоративному управлению и обосновывается актуальность изучения выбранной тематики. Приводятся примеры исследовательских статей, опубликованных в ведущих российских и международных журналах, изучающих схожую проблематику, а также выводы, сделанные в данных работах. Анализируется российская специфика рынка: особенности законодательства, состава совета директоров, влияние государства и повышенная роль социального капитала. В конце главы, базируясь на рассмотренных теоретических и эмпирических работах, происходит формулирование гипотез данного исследования.

Вторая глава начинается с описания методологии эмпирического исследования – приводится модель, на которой основана данная работа, характеризуются зависимая бинарная и независимые переменные, включенные в модель. Далее идет вывод и анализ описательной статистики имеющихся переменных, формулируются предварительные предположения о характере взаимосвязи вероятности смены CEO с рядом представленных факторов. Затем приводятся и исследуются итоги проведенного регрессионного анализа построенных по собранным данным моделей. В конце главы происходит суммирование и структурное интерпретирование результатов исследования, а также даются основные рекомендации по улучшению уровня качества корпоративного управления и повышению общей результативности компаний.

Так, опираясь на результаты проведенного исследования, можно говорить о наличии определенных особенностей, характерных как для общего процесса смены CEO в российских публичных компаниях, так и для взаимосвязей данного процесса с показателями финансово-экономического состояния, характеристиками фирмы и ее руководителей. Выводы, сформированные в данной выпускной квалификационной работе, могут быть использованы менеджментом и акционерами российских публичных компаний для повышения качества корпоративного управления, создания благоприятной инвестиционной среды и минимизации негативных эффектов от процесса смены генерального директора.

ГЛАВА 1. СМЕНА ТОП-МЕНЕДЖМЕНТА И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

1.1. Смена топ-менеджмента: понятие и основные причины

На российском рынке вопросы корпоративного управления начали приобретать популярность как тема исследований, так и как один из основных факторов, оказывающих действие на деятельность компании, еще в 90-х годах прошлого столетия. Такую заинтересованность можно объяснить приватизацией предприятий и переходом страны на рыночную экономику, что требовало от менеджмента новых компетенций [Муравьев, 2003]. Корпоративное управление есть система взаимоотношений, существующая между менеджментом и акционерами компании, ряд определенных правил и принципов, контролирующих соблюдение интересов всех заинтересованных сторон и обеспечивающих эффективное функционирование компании [Смирнов, 2020]. Первоначально, при формировании принципов корпоративного управления, российские компании ориентировались в основном на создание деловой репутации в глазах иностранных инвесторов и прочих заинтересованных лиц [Карминский и др., 2018]. Тем не менее, в скором времени, в середине 2000-х годов, стал заметен тренд на усиление защиты прав акционеров в компании, что выразилось в укреплении баланса интересов стейкхолдеров и увеличении возможностей для участия в стратегическом управлении компанией. Повышение качества корпоративного управления позволяет компании выстраивать долгосрочные партнерские отношения, а также является немаловажным фактором финансовой устойчивости компании и минимизации стратегических рисков при работе на рынках, подверженных волатильности.

Одним из факторов эффективного корпоративного управления является своевременная смена топ менеджеров, показывающих неудовлетворительные результаты [Муравьев, 2003; Пентюк, Солнцев, 2016]. Смена топ-менеджмента компании и связь данного фактора с финансовой результативностью фирмы находятся в центре внимания значительного количества научных работ. Данная тематика интересует исследователей, поскольку уход с позиции генерального директора компании, изменения в составе топ-менеджмента и взаимосвязь данных событий с финансовыми показателями деятельности компании могут служить показателями эффективности корпоративного управления. Важнейшим фактором является решение проблемы «принципал – агент», которая может выражаться (1) в расхождении интересов топ-менеджмента и стейкхолдеров компании, а также (2) в ущемлении прав миноритарных акционеров крупнейшими собственниками и/или менеджментом компании. Данная дилемма существует в связи с асимметрией

информации (менеджмент компании не раскрывает часть информации для акционеров), оппортунистического поведения менеджеров (что обозначает неэффективное использование средств компании и преследование личных интересов) и прочее. Таким образом, привязка персонального успеха топ-менеджмента к результативности деятельности компании позитивно влияет на отношения «акционер – менеджмент», поскольку предотвращает оппортунистическое поведение и «окапывание» менеджеров [Bebchuk, 1999; Bebchuk, Kraakman, Triantis, 1999; Johnson et al., 2000; Volpin, 2002]. Это также разрушает «инсайдерский» союз между контролирующим акционером и менеджментом, и, следовательно, ведет к усилению защиты интересов внешних инвесторов и миноритарных акционеров. Таким образом, факторы, имеющие связь со сменой топ-менеджмента в компании, могут служить важным показателем уровня эффективности системы корпоративного управления.

Обновление состава высшего звена управления фирмы при возникновении ситуаций, неподвластных текущему руководству, и снижении показателей, характеризующих результативность деятельности компании, до критических значений могут значительно повысить мотивацию топ-менеджмента. Данные меры являются стимулом как для CEO, так и для других высших менеджеров к обеспечению эффективной работы компании, достижении поставленных целей и стратегическом развитии фирмы. Как показано в исследованиях на данную тему [Djankov, 1997], в странах с переходным типом экономики даже относительно малое число смещений CEO со своих постов вело к заметному улучшению показателей результативности компании. Данные действия по обновлению состава топ-менеджмента говорили о существовании взаимосвязи между эффективностью работы управленцев и продолжительностью нахождения в должности топ-менеджера компании. Таким образом, подобные выводы можно интерпретировать как стимул для руководства компаний к более продуктивной и результативной работе для сохранения текущих должностей.

Высокий уровень развития корпоративного управления в компании является одним из ключевых факторов, повышающих заинтересованность менеджмента в результативности компании, а также оказывающих положительное воздействие на ответственность менеджмента и ориентацию на интересы стейкхолдеров. Укрепление системы корпоративного управления способствует созданию акционерного капитала и снижает вероятность возникновения попыток оппортунистического поведения среди менеджеров компании. Минимизация разногласий типа «акционеры – менеджмент» ведет к более эффективному управлению компаний, что выражается в своевременном

урегулировании стратегических задач компании, хеджировании возможных рисков и скоординированной работе различных департаментов фирмы. Стоит отметить, что мотивирующим фактором для менеджмента является связь вознаграждения с результатами деятельности компании и успехе выполнения конкретных проектов, что может быть выражено как в качестве индексации заработной платы, так и через другие распространенные бонусы, такие как опционы на акции, личный автомобиль и прочее. Однако в случаях, когда привязка выплат менеджменту к показателям деятельности компании оказывается недостаточным стимулом, в игру могут также вступить «негативные» меры воздействия, вплоть до увольнения членов топ-менеджмента с занимаемых позиций. Таким образом, грамотно построенная система управления компанией позволяет направить интересы менеджеров и собственников на достижение совместно поставленных целей и сформировать эффективную систему создания ценности для акционеров.

Причины обновления состава высшего менеджмента можно классифицировать в две различные группы. Первый класс причин – запланированная смена топ-менеджмента в связи с выходом руководителей на пенсию, а также увольнение членов высшего управленческого звена по собственному желанию при переходе в другую компанию или же в связи с рядом иных обстоятельств. Данные изменения не связаны с финансовыми показателями деятельности фирмы. Во вторую группу входят случаи смены топ-менеджмента, вызванные неудовлетворительной работой руководящего звена и пониженной результативностью компании, то есть увольнение как «негативная» мера воздействия.

Смена неэффективных топ менеджеров обычно происходит при непосредственном участии Совета Директоров или же акционеров компании, недовольными результатами управления фирмой. На менеджмент могут также оказывать влияние другие заинтересованные лица, такие как кредиторы компании, имеющие право на получение контроля над активами компании при ее банкротстве или же невыполнении определенных условий кредитного договора. Внешние инвесторы также являются стороной, которая может попытаться получить возможность управления компанией, находящейся в проблемной ситуации. Таким образом, обновление состава высшего менеджмента часто происходит при реструктуризации компании, изменении структуры владения крупными пакетами голосующих акций и попытках снижения расходов компании, вызванных экономической неэффективностью деятельности фирмы. Однако, стоит отметить, что топ-менеджеры имеют определенную «подушку безопасности» на случай увольнения не по

собственному желанию. Выплаты высшим менеджерам при уходе с поста принято называть «золотым парашютом» - название оправдывается значительным размером получаемых бенефитов. Так, Ал Уокер, генеральный директор Anadarko Petroleum с 2012 по 2019 год, получил выплату в размере 98 миллионов долларов, когда Occidental Petroleum приобрела Anadarko Petroleum (приобретение было одобрено компаниями в мае 2019 года и завершено в августе 2019 года). Данная выплата является традиционным примером золотого парашюта, так как была вызвана сменой CEO в связи с поглощением компании.¹

Является важным подчеркнуть, что смена менеджеров на руководящих постах может не быть последствием неэффективной деятельности компании. Так, известны случаи добровольного ухода CEO с позиции по причине перехода в другую компанию, поскольку были предложены более выгодные условия работы, более высокая заработная плата и прочее. Данное событие не связано с финансовыми показателями деятельности компании и может быть характерно для экономически успешной фирмы. Во-вторых, при реорганизации, сделках слияния и поглощения в компаниях нередко происходит реформирование структуры собственности и контроля, что может привести к обновлению управленческого состава. Подобные изменения характерны как для хорошо управляемых, так и для проблемных фирм. Как показывают исследования [Morck et al., 1989], враждебные поглощения чаще всего происходят в стагнирующих отраслях, однако не характерны для конкретных компаний, показывающих более низкие финансовые результаты, чем средние в отрасли. Кроме того, компании, имеющие конкурентоспособные результаты, также могут стать мишенью для сделок в связи с возможностью получения синергетического эффекта. В-третьих, вынужденное увольнение генерального директора компании или члена топ-менеджмента может быть вызвано ошибкой органов, осуществляющих надзор и оценку результатов работы управленческого состава. Например, такая ситуация может произойти в результате неверной интерпретации снижения финансовых показателей компании – результативность фирмы находится под влиянием значительного количества факторов, большинство из которых не может регулироваться менеджментом компании (экологическая и политическая ситуации, отраслевые кризисы и т.д.). Более того, уход CEO может быть обусловлен пенсионным возрастом, тяжелой болезнью и прочими личными причинами.

¹ Crowley K. Anadarko's CEO Gets a \$98 Million Golden Parachute After Sale / K. Crowley, J. Zhao // Bloomberg. – 2019. - [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-06-07/anadarko-ceo-walker-gets-98-million-golden-parachute-after-sale> (дата обращения: 10.12.2019).

1.2. Органы управления компанией и смена топ-менеджмента

В большинстве крупных компаний управление осуществляют три ключевых органа: общее собрание акционеров, совет директоров и Правление в лице генерального директора и его заместителей (Рис. 1). В связи с тем, что менеджмент и акционеры компании представляют собой базовых участников корпоративного управления, структура собственности и контроля в компании может являться определяющим фактором при формировании отношений между менеджерами фирмы и советом директоров.

Российское законодательство, регулирующее взаимоотношения топ-менеджмента и совета директоров (закон об акционерных обществах, о рынке ценных бумаг и проч.), создавалось пулом специалистов, работавших независимо друг от друга. В результате чего в российских нормативных документах можно найти связь как с германской, так и с англосаксонской системами корпоративного управления. Так, например, в 8 главе федерального закона «Об акционерных обществах» сделан упор на совет директоров, в то время как формирование коллегиального исполнительного органа может быть осуществлено по решению акционеров. Однако, стоит отметить, что ряд характерных для российского рынка особенностей – высокий уровень концентрации акций в руках крупнейших собственников и участие собственника в управлении фирмой [Долгопятова, 2007]– не принимаются к сведению в должной степени.

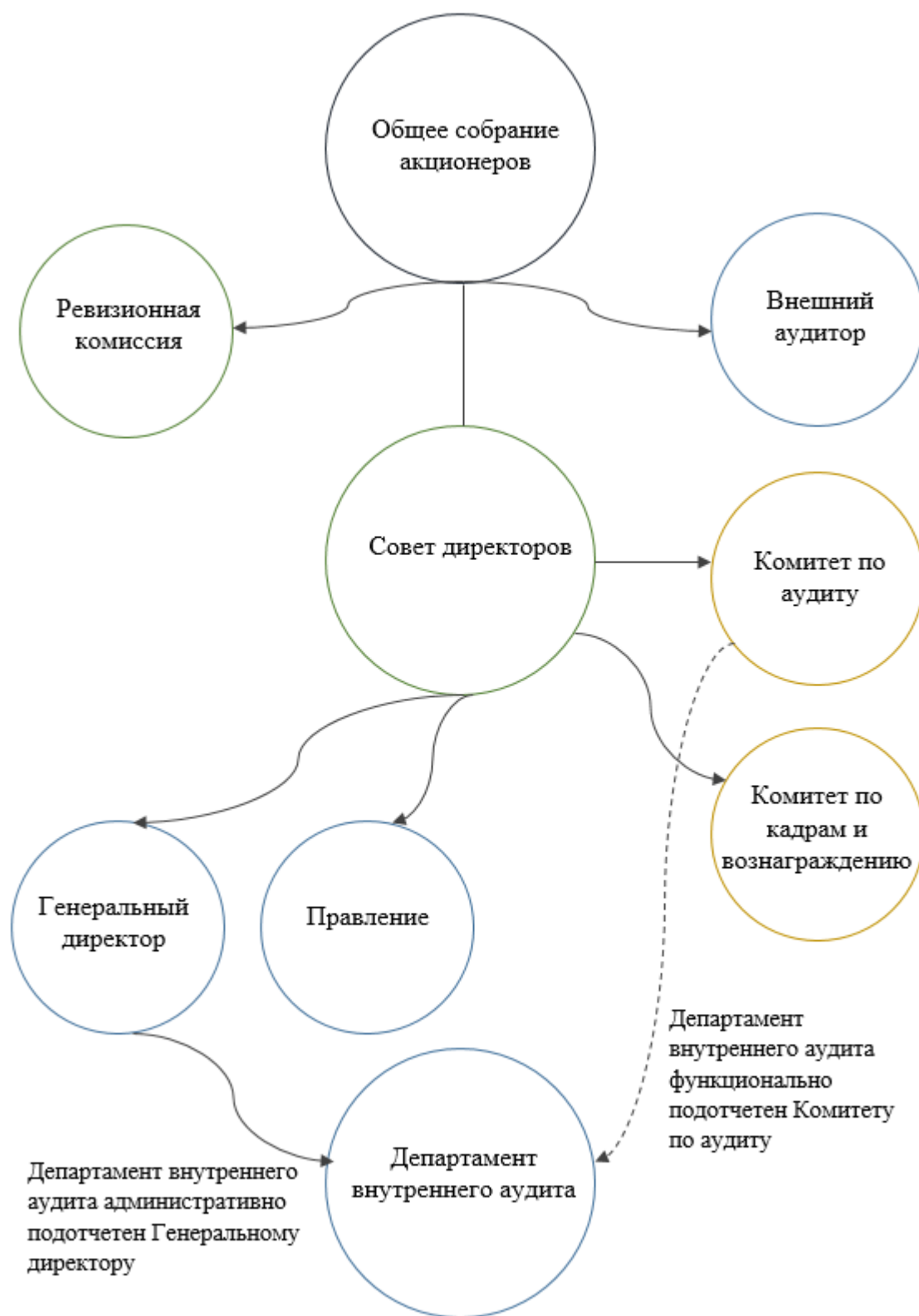


Рис.1 Структура органов управления и контроля в компании на примере ПАО «Газпром нефть»²

² Структура органов управления и контроля ПАО «Газпром нефть» / ПАО «Газпром нефть». – 2020. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://ir.gazprom-neft.ru/korporativnoe-upravlenie/> (дата обращения: 10.04.2020).

Общее собрание акционеров является высшим органом управления компанией и выполняет следующие стратегически важные функции: решение проблем, связанных с реорганизацией или ликвидацией фирмы, избрание совета директоров компании и окончательное подтверждение проектов и решений, принятых вышеупомянутым органом и др.³

Члены совета директоров компании избираются на ежегодном собрании акционеров общества. Совет директоров призван обеспечивать эффективное развитие компании, минимизировать конфликт «принципал – агент», увеличивать благосостояние акционеров и работать над гармонизацией корпоративной атмосферы. В свою очередь совет директоров имеет право выбрать генерального директора компании. Генеральный директор или же CEO (от английского Chief Executive Officer) контролирует осуществление долгосрочных ключевых стратегий и эффективность использования имеющихся активов компании для максимизации результатов деятельности.

Как уже упоминалось выше, на принятие решения об обновлении состава топ-менеджмента может влиять ряд различных причин. Факторы могут быть следующими: экономически неэффективное использование ресурсов компании, влияние макроэкономических событий или же перестановка сил на рынке, что отражается на качестве работы и результативности компании. Так, приход нового сильного игрока в отрасль является стимулом для поиска кандидата (на позицию CEO) [Портер, 2015].

Потребность в определенных компетенциях и опыте у топ-менеджмента зависит также от стадии жизненного цикла, в котором находится компания. Так, переход на следующую фазу цикла может привести к смене или обновлению состава руководящего звена. Как отмечается в исследованиях [Портер, 2015], во время переходного этапа многие компании показывают снижение доходов, что может особенно негативно отразиться на компаниях, занимающих небольшой процент рынка. Подобные тенденции могут привести к снижению курса акций и снизить привлекательность компании для инвесторов. Для минимизации таких последствий компании необходим управленец, способный увеличить приток денежных средств в критический для фирмы момент.

Совет директоров представляет собой коллегиальный орган управления, деятельность которого регулируется законодательством и уставом компании. Среди членов Совета могут быть как внутренние, так и внешние директора. В соответствии с

³ Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 04.11.2019) "Об акционерных обществах" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2020).

законодательством требуемое количество членов в Совете находится в прямой зависимости от общего количества акционеров компании. Так, если количество акционеров, в собственности которых находятся голосующие акции, не превышает 1 тыс. человек – совет директоров компании должен состоять по крайней мере из 5 человек. Если же в компании 1-10 тыс. акционеров, владеющих голосующими акциями, то Совет должен включать не менее 7 директоров. Что же касается крупных компаний, где количество акционеров насчитывает более 10 тыс. человек, совет директоров должен иметь от 10 членов.⁴

Совет директоров обычно состоит из внутренних директоров, которые являются сотрудниками компании (СЕО, члены менеджмента и правления) и внешних директоров, не работающих в данной компании ни на какой позиции, кроме как в совете директоров. В соответствии с пунктом 3 ст. 83 Закона об АО⁵ независимые директора также классифицируются как внешние директора – эти люди (а также их родственники) не занимают постов в компании и не являются владельцами акций общества.

В исследованиях, связанных с изучением характеристик совета директоров различных компаний, особое место отведено 3 факторам, в большей мере влияющим на смену топ-менеджмента. Это процент независимых директоров, уровень участия членов совета директоров в капитале акционерного общества и размер совета директоров. Преобладающий процент независимых директоров в составе совета директоров компании в большинстве случаев может говорить о более высоком уровне корпоративного управления и эффективном мониторинге менеджмента. Кроме того, данный фактор также повышает связь между обновлением управленческого состава и финансовой результативностью компании. Считается, что для директоров-инсайдеров свойственна привязка к существующей стратегии компании, поскольку такие директора прошли длинный карьерный путь в компании и имеют более близкие отношения с менеджментом. [Counon, 1998]. Кроме того, независимые директора могут стремиться к более эффективному мониторингу менеджеров для построения собственной репутации в деловых кругах [Weisbach, 1988].

Что же касается доли участия директоров в капитале компании, то, при фиксации прочих параметров, увеличение доли ведет к повышению уровня контроля за деятельностью менеджмента [Jensen, 1993, Муравьев, 2003].

⁴ Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 04.11.2019) "Об акционерных обществах" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2020).

⁵ Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 04.11.2019) "Об акционерных обществах" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2020).

В работе [Jensen, 1993] делается вывод о том, что больший размер совета директоров компании может показывать худшие результаты, что связано с усложнением различных процессов принятия решений и большими временными затратами на данные процедуры.

Стоит также отметить, что в последнее время компании стараются проводить политику гендерного равенства и обеспечивать равные права для кандидатов разной сексуальной ориентации. Подобные тенденции отражаются и на выборе членов совета директоров. Так, в январе 2020 года один из крупнейших инвестиционных банков Goldman Sachs заявил о том, что с 1 июля 2020 года не будет проводить IPO (первичное размещение акций компании) для компаний, в совет директоров которых не включен хотя бы один представитель сексуальных меньшинств, женщина или директор с не белым цветом кожи.⁶ К 2021 году инвестбанк расширит свои требования до двух человек. CEO Goldman Sachs Давид Соломон привел в пример ряд последних IPO на европейском и американском рынках, где 60 компаний провели первичное размещение акций, имея в составе совета директоров только белых мужчин. В соответствии с позицией банка разнообразие среди членов совета директоров – это эффективный путь к долгосрочному развитию компании. Стоит отметить, что в американском штате Калифорния с публичных компаний, в совет директоров которых входят исключительно мужчины, могут взыскать \$100 тыс.

1.3. Смена топ-менеджмента: опыт России

В условиях развивающегося рынка компании, осуществляющие свою деятельность в Российской Федерации, имеют ряд особенностей в системе корпоративного управления. Так, неэффективность корпоративного управления в большинстве случаев ведет к более частой смене CEO в публичных компаниях (по отношению к частным). Стоит отметить, что вероятность смены генерального директора выше в компаниях, имеющих более одного собственника. Интересным фактом является также то, что темпы смены CEO в компаниях, имеющих долю государственного участия в УК, практически не отличаются от темпов в негосударственных компаниях. Для компаний с госучастием также более характерно привлечение на пост CEO кандидатов извне, т.е. ранее не работавших в данной компании [Ward Howell, 2014].

В 2019 году компанией Spencer Stuart было опубликовано исследование карьеры CEO 93-х крупнейших российских публичных компаний [Spencer Stuart, 2019], созданное на основании данных по компаниям промышленного сектора (58 компаний в выборке),

⁶ Goldman Sachs откажет в IPO компаниям без меньшинств в совете директоров: Артём Губенко, РБК. – 24.01.2020. - [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <https://www.rbc.ru/business/24/01/2020/5e2a72d89a7947551303f8b4> (дата обращения: 25.01.2020).

финансового сектора (15), потребительского (9), отрасли телекоммуникаций (8) и фармацевтики (3). Целью работы является выявления траектории развития российского корпоративного управления в разрезе характеристик СЕО изученных компаний. В соответствии с результатами исследования средний возраст СЕО российской компании составляет 51,2 года. По данному показателю Россия практически соответствует зрелым рынкам таких стран как Великобритания и США, где средний возраст главы компании – 54,3 и 58,3 года соответственно. Необходимо также отметить относительное начало сглаживания гендерного неравенства - происходит увеличение количества лиц женского пола на посту СЕО. Так, в крупнейших по капитализации российских компаниях доля женщин, занимающих должность генерального директора, увеличилась с 3% в 2017 году до 5% в 2018 году. Стоит подчеркнуть, что данная ситуация соответствует глобальному тренду: среди компаний S&P 500 и Fortune 500 происходит постепенное увеличение количества женщин на позиции главы компании с 2005 года; на 2018 год данная цифра составляет 5% от общего числа СЕО. Характерно, что большего всего женщин-СЕО представлено в компаниях финансового сектора, а также в промышленности и отрасли энергетики.

Еще одним пунктом для анализа является отраслевой опыт генеральных директоров. В 2018 году, в соответствии с результатами проведенного Spencer Stuart исследования, около 38% внешних СЕО не имели опыта работы в отрасли, что на 4% меньше, чем на год ранее (42% в 2017 году). Интересно отметить, что все главы компаний, являвшиеся кандидатами извне и занявшие пост в 2018 году, имели релевантный отраслевой опыт. С 2017 по 2018 годы средний срок нахождения СЕО на посту снизился с 7,3 до 6,7 лет соответственно. В среднем в мировой практике время пребывания в должности генерального директора составляет около 5 лет для компаний списка FTSE 100 и чуть более 7 лет для S&P 500. В мире средний срок нахождения на позиции СЕО показывает тенденцию к снижению с 2012 года. В то же время компании отдают предпочтение более опытным управленцам, имеющим определенный стаж руководства. Так, 49% российских СЕО на конец 2018 года представляли собой менеджеров с опытом управления компанией, для глобальных корпораций данная цифра составляет около 25%. Также стоит упомянуть, что 2018 год характеризуется большим количеством СЕО, перешедших на должность генерального директора с позиции CFO. Например, в трех российских компаниях, входящих в топ-25 по капитализации на российском рынке – МегаФон, МТС и НЛМК - генеральные директора Геворк Вермишян (МегаФон), Алексей Корня (МТС) и Григорий Федоришин (НЛМК) вступили в должность СЕО после

продолжительного нахождения на посту CFO (Chief Financial Officer). Авторы исследования Spencer Stuart делают вывод, что CEO крупнейших российских компаний в проводимой политике делают ставку на финансовую консервативность и принимают стратегические решения с определенной долей осторожности, но также стремятся внедрять современные технологические решения для обновления и улучшения продукции и услуг.

В исследовании Harvard Business Review Россия от 2017 года [Harvard Business Review Россия, 2017] приводятся результаты анализа причин смены генеральных директоров российских компаний. Основным фактором смены, составляющим 22% случаев за изученный период, является инициализация реструктуризации компании для процесса IPO или сделки продажи. Вторую позицию занимает причина смены собственников компании — 18%, и лишь на третьем месте находится низкая результативность деятельности компании — 16%. В то же время, в 2015—2016 годах именно последний фактор — неудовлетворительные результаты работы — привели к смене главы компании в 43% случаев. Данная величина может быть связана с тем, что в кризисные годы собственник компании в большей степени склонен винить CEO в низких финансовых результатах деятельности. Интересно также отметить, что в западной практике большинство генеральных директоров уходят из компании по собственному желанию — в связи с наступлением пенсионного возраста или переходом в другую компанию. В России же за изученный в исследовании Harvard Business Review Россия период лишь 12% CEO покинули данный пост сами. Большая часть первых лиц компании была уволена — чаще всего за взяточничество в крупном размере — или же переведена на более низкие позиции в иерархии топ-менеджмента.

В соответствии с российским законодательством⁷ один человек не может одновременно занимать как должность генерального директора компании, так и председателя совета директоров. Данный запрет может повлечь за собой определенные проблемы в том случае, если управление компанией находится в руках контролирующего акционера, поскольку в сложившейся ситуации все равно произойдет перераспределение реальных полномочий в пользу одного из постов. Стоит отметить, что часть российских компаний имеет несколько крупных собственников, известны также случаи, когда один из крупнейших акционеров компании — CEO, а другой возглавляет совет директоров. При таком стечении обстоятельств система взаимоотношений «совет директоров —

⁷ Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 04.11.2019) "Об акционерных обществах" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2020).

менеджмент» может быть организована более эффективным способом. Необходимо отметить вариант, когда председатель совета директоров является также и крупнейшим собственником компании. В подобной ситуации генеральный директор может утратить реальные возможности влиять на компанию. Однако, подобные выводы релевантны не для всех российских компаний. Так, в инвестиционной компании АФК «Система» председателю совета директоров Владимиру Евтушенкову принадлежит 59,2 % акций компании⁸, однако CEO компании Андрей Дубовсков также обладает значительными управленческими возможностями.

Стоит еще раз обратиться к теме независимых директоров в составе Совета. Считается, что для построения эффективной системы взаимодействия между советом директоров компании и менеджментом участники совета директоров и менеджеры должны действовать независимо. Однако, на деле происходит следующее: в исследовании рейтингового агентства Standard&Poor's [Standard&Poor's, 2006], основанного на данных 75 российских торгуемых компаний, говорится, что 21% участников совета директоров – менеджеры компании, а 46% являются представителями крупнейших собственников. Таким образом, суммарная доля директоров-инсайдеров составляет 67%, что указывает на проблему перекрестного участия высших руководителей в двух органах управления компанией и может привести к падению уровня мониторинга менеджмента.

Таким образом, учитывая изложенное выше, стоит заметить, что поиск действительно независимых директоров представляет собой довольно проблемный процесс, и на это есть ряд причин. Первой трудностью является отсутствие корпуса независимых директоров в России, что привело к затруднениям при попытках избрания директоров данного типа в советы директоров российских компаний, одним из акционеров которых являлось государство, после принятия соответствующего решения в 2008 году. Кроме того, в классическом варианте отбор директоров должен осуществляться акционерами компании, однако, в действительности этим занимаются менеджеры, что ведет к подбору «нужного» менеджменту директора и снижению уровня мониторинга.

Существует не так много работ, посвященных смене генерального директора (CEO) в российских компаниях. Стоит отметить масштабное исследование, проведенное департаментом Talent Equity Institute компании Ward Howell в 2014 году и охватившее 160 российских компаний в период с 2003 по 2014 год [Ward Howell, 2014]. Выводы, сделанные

⁸ Ежеквартальный отчет АФК «Система» за 4 кв. 2019 года. - [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.sistema.ru/fileadmin/user_upload/quarterly_reports/2019/otchet_afk_sistema_4_kv._2019_final.pdf (дата обращения: 20.03.2020).

по итогам анализа, дают возможность говорить о том, что, как и предполагалось, процесс смены генерального директора в России отличается от подобных преобразований в зарубежных странах. Так, российские компании гораздо чаще меняют CEO по сравнению с западными коллегами – чуть более 30% генеральных директоров в России уходят, не пробыв в должности и один год. Авторы отмечают, что темпы смены CEO и экономическая ситуация в стране имеют обратную связь: ухудшение ситуации в стране повышает вероятность смены топ-менеджмента в компаниях.

При анализе исследователи Talent Equity Institute выявили, что примерно в 70% изученных компаний произошла смена генерального директора в период с 2003 по 2014 год, в 24% фирм данный процесс происходил дважды, а около 22% компаний меняли CEO как минимум три раза за данный промежуток времени. На рисунке 2 показана частота смены генерального директора компании по годам, а также процентный рост ВВП Российской Федерации в 2003-2013 годах. Является важным отметить почти 80-процентный рост случаев смены главы компании при сравнении данных за 2004 и 2007 годы. В годы кризиса в России (2009 год) была зафиксирована 31 смена CEO компании (по данным выборки), что подтверждает гипотезу о том, что компании с большей вероятностью склонны к смещению генеральных директоров в кризисных ситуациях. Рынки Америки и Европы также характеризовались значительно большим числом случаев смены CEO, однако не достигли показателей России, где волатильность оказалась на уровне в 18%. Также, начиная с 2007 года российский рынок приобретает циклический характер изменений, где пики сменяются снижениями количества случаев приблизительно на 30%.

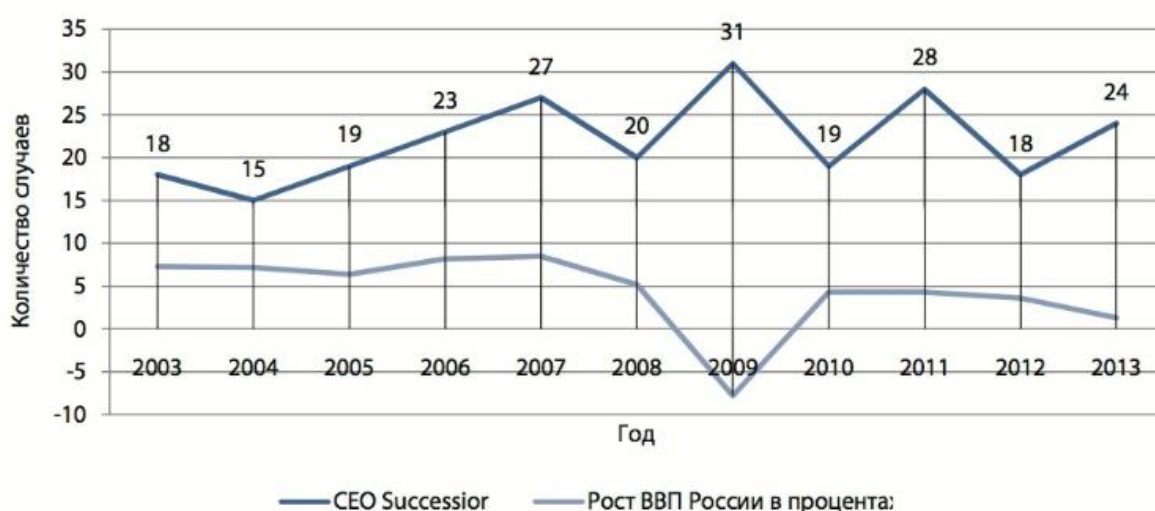


Рис.2 Количество случаев смены CEO компании и рост ВВП РФ в %, 2003-2014 гг.⁹

При сравнении публичных и частных компаний было выявлено, что низкий уровень корпоративного управления обычно сопровождается более частыми сменами генеральных директоров именно в публичных компаниях. Кроме того, число собственников в компании также играет роль. Если компания имеет более одного крупного собственника, то она будет более склонна к проведению процедуры смены CEO. Одним из вариантов объяснения подобного тренда может быть борьба за контроль между крупнейшими акционерами, где «нужный» CEO сможет обеспечить преимущество.

Вероятность смены генерального директора компании может также варьироваться в зависимости от уровня долговой нагрузки. В большинстве работ, проведенных на отечественном рынке, отмечается, что более высокий уровень долга в среднем повышает вероятность смещения текущего CEO с должности. В своем исследовании А. Муравьев и др. [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009] изучают выборку украинских компаний в 2002 - 2006 годах и приходят к выводу, что существует прямая взаимосвязь между уровнем закредитованности компании и ее склонностью к смене CEO в последующий год. Таким образом, уровень долговой нагрузки является определенным дисциплинирующим фактором для менеджеров компании, повышающим их эффективность. Стоит отметить пример возможного негативного эффекта повышенной долговой нагрузки: в декабре 2019 года российская горнодобывающая и металлургическая компания «Мечел» утратила лицензии на два крупнейших месторождения железной руды в связи с высоким уровнем закредитованности и недостаточным объемом денежных средств на развитие данных активов, что в дальнейшем может привести также к структурным изменениям в составе топ-менеджмента компании. [Коммерсантъ, 2020]¹⁰. Полученные в работе [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009] результаты соотносятся с исследованиями, проведенными на зарубежных рынках – в Великобритании и Китае в частности [Hillier et al, 2006; Lili Pi, 2009].

Размер фирмы, как один из факторов, характеризующих изучаемую компанию, является объектом внимания со стороны исследователей. Так, для российского рынка

⁹ Talent Equity Institute Преемственность в российском бизнесе: результаты исследования / Talent Equity Institute, Ward Howell. – 2014. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://whru.com/teinstitute/preemstvennost_v_rossiiskom_biznese_rezultaty_issledovania (дата обращения: 24.01.2020).

¹⁰ Зайнуллин Е. «Мечел» сдает якутскую руду / Е. Зайнуллин. – Газета «Коммерсантъ». – 06.04.2020. - Вып. 61. - С. 6. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/4315030> (дата обращения: 06.04.2020).

существует ряд работ, включающих определение и анализ взаимосвязи, существующей между величиной компании и вероятностью смены ее генерального директора. Стоит отметить исследование А. Муравьева, А. Талавера и др. [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009], в котором авторы пишут о том, что более крупная компания в среднем более склонна к смене генерального директора. Подобные результаты могут быть объяснены посредством того, что в сравнении с небольшими фирмами крупные компании могут рассчитывать на больший пул возможных кандидатов на должность CEO – как внешних, так и внутренних, кроме того, авторы отмечают, что в среднем при прочих равных более крупные компании склонны чаще менять CEO, поскольку могут привлечь достаточное количество претендентов на освободившийся пост, в связи с чем несут меньшие издержки на процесс смены в сравнении с более мелкими участниками рынка. В более новой работе, целью которой является изучение и тестирование взаимосвязи процесса смены генерального директора в 54 341-ой российской компании и ряда характеристик данных компаний и их топ-менеджмента, взяты данные за период с 2009 по 2017 год включительно [Orekhova et al, 2019]. Результаты, полученные авторами в ходе проведения анализа, позволяют также говорить о существовании положительной связи между вероятностью смены CEO и величиной компании, рассчитанной как логарифм активов.

Эксперты Talent Equity Institute отмечают, что, несмотря на популярное мнение, государственные компании склонны менять главу фирмы примерно с такой же частотой, как и другие игроки рынка, не имеющие государство в качестве одного из своих акционеров. Более того, госкомпании с большей частотой назначают генеральным директором внешних претендентов. Также стоит обратить внимание на то, что по итогам исследования собственники являются наиболее эффективными управленцами. Анализ же наемных генеральных директоров показал, что деятельность CEO-инсайдеров характеризуется более постоянными итогами работы компании, в то время как внешние директора склонны показывать более низкие результаты, что может быть объяснено недостаточными знаниями отрасли или же самой компании и т.д.

Еще одной особенностью российского рынка является ключевое значение социальных связей и репутации директора, то есть наличие «связей», а также уровень доверия собственников компании. Зачастую данные факторы оказываются более влиятельными, чем ключевые компетенции, образование и предыдущий опыт работы. Стоит также отметить, что в действительности в России нет рынка генеральных директоров

для крупнейших компаний. Лишь малая часть CEO получает возможность перейти на схожую должность в компании такого же уровня.

Говоря о смене генерального директора в компании необходимо отметить, что данный процесс может кардинально различаться в зависимости от отрасли, в которой оперирует компания. Так, отрасль телекоммуникаций является неоспоримым лидером как по числу смен CEO, приходящихся на одну компанию, так и по доле компаний, в которых данная смена произошла. В среднем компании данной отрасли меняли главу 3,7 раз, причем такие компании как «Вымпелком» и «Ростелеком» увольняли генеральных директоров 6 и 5 раз в указанном порядке за изученный период. Подобную ситуацию в отрасли телекоммуникаций можно объяснить недовольством акционеров, вызванным снижением результатов компаний после стремительного роста отрасли в 2000-х годах, что привело к попыткам улучшить ситуацию за счет привлечения новых CEO. Однако, данный кейс не является уникальным – подобные смены происходят и в зарубежных компаниях, принадлежащих отрасли телекоммуникаций.

С другой стороны, такие отрасли как транспорт, строительство, фармацевтика демонстрируют относительно низкие темпы смены генеральных директоров. Возможно, подобную статистику можно объяснить значительной долей небольших частных фирм, ведущих деятельность в данных отраслях, где первым лицом компании является ее собственник.

При изучении отраслевой спецификации смены высшего менеджмента компании необходимо ввести такое понятие как bad replacement – если компания начинает процесс поиска нового генерального директора, то делает это продолжительное время, сменяя одного CEO за другим. Подобные тенденции характерны для отрасли нефтегаза, IT и ритейла.



Рис.3 Смена CEO в компаниях по отраслям, 2003-2014 гг.¹¹

1.4. Обзор исследований по взаимосвязи смены топ-менеджмента компаний и корпоративного управления

Обновление высшего управленческого звена компаний в разрезе корпоративного управления представляет собой интересную область для многих исследователей. Так, существует значительное количество работ, основанных на анализе деятельности иностранных компаний – европейских, американских и азиатских в частности. Изучение корпоративного управления российских компаний также является актуальным, однако, необходимо отметить, что количество отечественных исследований значительно уступает числу работ, написанных по зарубежным компаниям. Данный факт связан с более поздним формированием реальной потребности в корпоративном управлении, поскольку процесс перехода России на рыночную экономику был начат лишь в 90-х годах прошлого столетия.

В исследованиях, посвященных оценке качества корпоративного управления в компаниях, большое значение придается взаимосвязи между обновлением состава топ-менеджмента и рядом факторов, служащих показателями эффективной деятельности

¹¹ Talent Equity Institute Преемственность в российском бизнесе: результаты исследования / Talent Equity Institute, Ward Howell. – 2014. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://whru.com/teinstitute/preemstvennost_v_rossiiskom_biznese_rezultaty_issledovania (дата обращения: 24.01.2020).

изучаемой компании. Так, авторы из Китая и США [Kato, Long, 2006] провели анализ факта смены CEO в китайских торгуемых компаниях, взяв период времени с 1998 по 2002 год. В работе отмечается, что процесс смены генерального директора компании (CEO) имеет значимую и обратную связь с результативностью компании, кроме того, данная связь выражена сильнее, когда в руках крупнейшего акционера находится большой пакет акций фирмы. Также стоит отметить, что в ходе исследования было выявлено, что связь между уходом с позиции CEO и показателями деятельности компании слабее для торгуемых фирм, находящихся под контролем государства. В то же время назначение независимых директоров усиливает изучаемую взаимосвязь. Схожие результаты были получены и в исследовании, основанном на анализе малазийских торгуемых компаний, где было изучено 44 кейса смены генерального директора в финансовых и нефинансовых компаниях на рынке Малайзии в 2010 году [Rokiah, 2013]. Авторам удалось выяснить, что результативность компании, вхождение независимых директоров в состав совета директоров, а также институциональные инвесторы имеют связь с процессом смены CEO. Так, фирмы, которые характеризуются худшими показателями финансовой эффективности, имеют большую долю независимых директоров среди членов Совета и контролируются институциональными инвесторами, более склонны к смене генерального директора. Авторы отмечают, что данные три фактора являются одними из основных причин, оказывающих влияние на обновление состава высшего управленческого звена.

Как уже отмечалось выше, на смену топ-менеджмента в компании влияет также структура собственности, а именно доли директоров. Дж. Брунелло и др. [Brunello et al., 2003] изучили смену CEO компании в отношении с показателями результативности, концентрацией собственности и собственностью генерального директора компании на примере 60 компаний, торгующихся на Итальянской фондовой бирже (ISE) за девятилетний период - 1988 – 1996 годы. Авторы отмечают, что уход CEO с позиции обратно связан с результатами деятельности компании, однако только в том случае, если глава компании не является контролирующим акционером. Результаты показывают, что инсайдеры, владеющие значительными пакетами акций компании, осуществляют мониторинг и, при необходимости, замену неэффективных CEO. В то же время наличие генерального директора компании в рядах собственников может привести к негативным последствиям, вызванным доминированием инсайдеров в совете директоров. Схожие выводы были сделаны Като и др. [Kato, Long, 2006]: в случае, если контрольный пакет акций находится в руках CEO, то данный факт значительно снижает вероятность его смещения с позиции.

Ряд авторов отмечают, что подобные взаимосвязи могут говорить о факте «окапывания» CEO компании [Shleifer, Vishny, 1989].

Существуют также исследования, рассматривающие связь цены акций компании с объявлениями о смене топ-менеджмента. Например, авторы из Великобритании [Dedman, Lin, 2002] изучили 331 факт смены CEO компании на примере компаний, входящих в индекс FTSE All-Share и торгуемых на Лондонской фондовой бирже (LSE), взяв период времени с 1990 по 1995 год. Так, компании, которые не анонсировали публично уход генерального директора, в среднем демонстрировали худшие показатели экономической эффективности и имели более высокие шансы на неудачу в будущем. Рынок реагирует негативно на ситуации, когда происходит смещение CEO или же генеральный директор покидает компанию ради позиции в другой компании. Реакция котировок акций на раскрытие информации об уходе CEO в значительной степени связана с уровнем финансового риска компании, а также с тем, был ли данный уход заранее анонсирован.

В более ранней работе Уорнера и др. [Warner et al., 1988] была также исследована взаимосвязь между котировками акций компании и сменой генерального директора. Так, авторы считают, что факт смены CEO и цена на акции компании имеют негативную взаимосвязь. Необходимо также отметить, что в работе эффект от предоставления рынку информации о грядущей смене генерального директора разделен на информационный и реальный. Информационный эффект связан с непосредственным процессом смены CEO и характеризует реакцию рынка и прогноз на деятельность компании в будущем. Реальный же эффект – это то, какие изменения последуют для акционеров компании. Таким образом, применив данные понятия в исследовании, Уорнер и др. смогли проанализировать данные без влияния информационного эффекта и определить характер взаимосвязи реального эффекта и котировок акций компании.

С. Каплан [Kaplan, 1994b] также изучал связь между ценами на акции компании и обновлением руководящего звена. Результаты работы с данными немецких компаний показали, что факт смены генерального директора происходит после падения доходности акций компании или же получения чистых убытков. Стоит отметить, что связи смещения CEO с прочими показателями экономической эффективности компании выявлено не было. Схожие выводы исследователь сделал также при анализе двух рынков – американского и японского [Kaplan, 1994a]. Так, для американских компаний большее значение при принятии решения о смене CEO имеют котировки акций компании, для японских же компаний – прибыльность компании играет главенствующую роль. Различные итоговые

результаты можно объяснить разной степенью развитости фондового рынка в странах, а также скоростью и качеством информации, которую можно на нем получить.

Является важным подчеркнуть, что кроме внутренних факторов, ведущих к обновлению состава топ-менеджмента и рассматриваемых выше, существуют также и внешние причины – это процесс реструктуризации при участии компании в сделке слияния и поглощения. На данном этапе жизни компании распространенным событием является смена CEO организации. Так, стоит отметить исследование Каплана и Минтона [Kaplan, Minton, 2012], в котором изучены как внутренние (мнение совета директоров компании), так и внешние (сделки слияния и поглощения) причины смещения генеральных директоров. Исследование показывает, что негативное изменение цен акций компании может стать причиной смещения CEO, вызванного решением членов совета директоров компании, а не в ходе сделок M&A или же преобразованиями в управленческой системе компании. Каплан и Минтон также отмечают, что генеральные директора со сроком нахождения в должности от 5 лет менее подвержены риску увольнения, чем их коллеги, занимающие позицию CEO более короткий срок.

1.5. Гипотезы исследования

После изучения и проведения анализа существующих российских и зарубежных работ по теме смены топ-менеджмента и взаимосвязи данного фактора с финансовыми показателями деятельности компании, и рядом прочих характеристик компаний и генеральных директоров, следует перейти к выдвижению и обоснованию гипотез данного исследования.

В большинстве работ, целью которых является анализ процесса смены генерального директора компании с рядом факторов, авторы делают вывод о наличии обратной связи между финансово-экономическими показателями деятельности компании и вероятностью смены CEO. Так, в исследовании, проведенном на выборке торгуемых китайских компаний в период с 1998 по 2002 год [Kato, Long, 2006], были получены соответствующие результаты. В работе отмечается, что процесс смены главы компании (CEO) имеет значимую и обратную связь с показателями финансовой результативности данной компании. Схожие выводы были также обозначены в работе, анализирующей кейсы смены CEO в торгуемых финансовых и нефинансовых компаниях на малайзийском рынке в 2010 году [Rokiah, 2013]. Авторы говорят о том, что финансовая эффективность является одним из основных факторов, влияющих на вероятность смены генерального директора – чем выше результативность компании, тем ниже вероятность смещения текущего CEO с

занимаемой позиции. На российском рынке существование обратной взаимосвязи между показателями финансово-экономических результатов деятельности компании и сменой лиц на посту генерального директора также была подтверждена в ряде работ [Муравьев, 2003, Капелюшников, Демина, 2005, Пентюк, Солнцев, 2016].

Так, в соответствии с проведенными ранее исследованиями, в данной работе также предполагается наличие обратной взаимосвязи вероятности смены главы компании с показателями, характеризующими финансовую результативность. Так, были сформулированы гипотезы для трех показателей: коэффициент рентабельности активов (ROA), собственного капитала (ROE) и продаж (ROS).

Гипотеза 1 (а). Чем выше коэффициент рентабельности активов компании, тем в среднем ниже вероятность смены CEO данной компании.

Гипотеза 1 (б). Чем выше коэффициент рентабельности капитала компании, тем в среднем ниже вероятность смены CEO данной компании.

Гипотеза 1 (в). Чем выше коэффициент рентабельности продаж компании, тем в среднем ниже вероятность смены CEO данной компании.

Многие исследователи, занимающиеся изучением процесса обновления состава топ-менеджмента в компании, рассматривают влияние объема долговой нагрузки компании на вероятность смены генерального директора. Так, в работе А. Муравьева и др. [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009], проведенной на примере акционерных обществ Украины за период с 2002 по 2006 годы, говорится о наличии прямой взаимосвязи уровня долга и вероятности смены первого лица компании. Полученный авторами результат согласуется с более ранним исследованием [Jensen, 1989], где леверидж выделяется как один из ключевых факторов, позитивно влияющих на работу менеджеров и стимулирующих их трудовую эффективность. Анализ компаний на рынке Великобритании [Hillier et al, 2006] также показал, что в среднем рост долговой нагрузки повышает вероятность процессов смены лиц на посту CEO компании. Так, Гипотеза 2 данного исследования звучит следующим образом:

Гипотеза 2. Чем выше коэффициент долговой нагрузки в компании, тем в среднем выше вероятность смены CEO данной компании.

Ряд исследований, посвященных тематике смены генерального директора в компании, рассматривает также размер фирмы. Так, российские авторы [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009] отмечают, что в среднем при прочих равных более

крупные компании склонны чаще менять CEO, поскольку могут привлечь достаточное количество претендентов на освободившийся пост, а также несут меньшие затраты на процесс смены генерального директора в сравнении с меньшими по размеру компаниями. В работе С. Ореховой и др. [Orekhova et al, 2019], основанной на анализе российских компаний в период с 2009 по 2017 годы, говорится о наличии прямой связи между размером компании, выраженным через натуральный логарифм ее активов, и вероятностью смены первого лица компании. В то же время противоположные результаты были получены при исследовании рынка Китая – значительный негативный эффект размера компании на вероятность смены был отмечен для фирм, оперирующих на китайском рынке [L. Pi, 2009]. Меньшая вероятность смены CEO в больших китайских компаниях может быть частично объяснена национальными особенностями, такими как значительная важность социальных связей.

Таким образом, в связи с различиями данных, полученных на отечественном и зарубежном рынках, была выдвинута следующая гипотеза.

Гипотеза 3. Чем больше размер компании, тем в среднем выше вероятность смены генерального директора (CEO) в компании.

Часть исследователей разделяют мнение, что экономический кризис может оказывать существенный эффект на деятельность компании и на смену генерального директора в частности. Считается, что в кризисные годы компании более склонны к замене первого лица компании, поскольку стараются минимизировать негативное влияние кризисных тенденций и найти менеджеров, обладающих необходимыми компетенциями. А. Пентюк и С. Солнцев провели исследование на примере российских компаний из 16 отраслей, рассмотренных в период с 2003 по 2013 годы [А. Пентюк, С. Солнцев, 2015] и пришли к выводу, что наибольшей частотой увольнений характеризуются именно годы кризиса. Так, в среднем в кризисные 2008 и 2009 года смена произошла в более чем 20% компаний выборки. Авторы отмечают, что большинство CEO было уволено, не проработав и двух лет на данной позиции. В более ранней работе С. Солнцева [С. Солнцев, 2012] также были приведены схожие результаты, свидетельствующие о наличии связи между периодами кризиса и вероятностью смены первого лица компании. В исследовании факторов смены руководителей российских банков в 2014-2016 гг. приводятся данные, говорящие о большей вероятности смещения генерального директора в связи с кризисными шоками [А. Карминский, А.Рыбалка, Е. Шевченко, 2018].

Гипотеза 4. В кризисные годы в среднем вероятность смены CEO в компаниях выше.

Во многих работах, проведенных с целью поиска и анализа взаимосвязи между фактом смены генерального директора и рядом других показателей компании, отмечается значимое влияние отрасли, в которой ведет свою деятельность фирма, на вероятность смены CEO. Так, в исследованиях российского рынка [Orekhova et al, 2019] говорится о разной степени склонности компаний к замещению первых лиц новыми управленцами в зависимости от сектора экономики, к которому относится компания. При анализе темпов сменяемости CEO российских компаний специалистами Ward Howell Talent Equity Institute было определено, что несомненным лидером по числу смен является отрасль телекоммуникаций [Ward Howell, 2014]. Подобный тренд может быть связан с повышенными требованиями акционеров к менеджменту компаний после замедления стремительного роста отрасли в 2000-х годах, а также необходимостью разработки и адаптации новых бизнес-моделей. В исследовании Harvard Business Review [Harvard Business Review Россия, 2017], продолжившем работать с выборкой компаний из 160 российских крупных компаний, собранной Ward Howell, подтверждаются различия в темпах сменяемости первых лиц компаний в зависимости от отрасли и также отдельно отмечается отрасль телекома. Так, в «Вымпелкоме» за изученный период с 2009 по 2017 год смена генерального директора произошла шесть раз.

Принимая во внимание вышеперечисленные результаты исследований, в данной работе также будет изучен эффект принадлежности компании к индустрии телекоммуникаций.

Гипотеза 5. Компании, относящиеся к отрасли телекоммуникаций, в среднем характеризуются более высокой вероятностью смены CEO.

ГЛАВА 2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ СМЕНЫ ТОП-МЕНЕДЖМЕНТА И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

2.1. Методология исследования

В большинстве работ, изучающих взаимосвязь факта смены генерального директора компании и ряда факторов, характеризующих финансовую результативность и корпоративное управление в компаниях, для тестирования гипотез применяются модели логистической регрессии. Примеры использования подобных моделей можно найти как в зарубежных исследованиях по релевантной тематике [Das, Ghosh, 2004, Anderson, Campbell II, 2004], так и в работах, основанных на данных по российским (и украинским) компаниям [Муравьев, Талавера, Гречанюк, 2009, Карминский, Рыбалка, Шевченко, 2018]. В указанных исследованиях зависимой переменной являлась бинарная переменная, принимающая значение единицы в том случае, если в указанный год t происходил факт смены CEO в компании. В противном случае, при отсутствии смен на посту главы компании в год t , зависимая переменная задавалась нулем. Все объясняющие переменные в модели, описывающие результаты деятельности компании, характеристики CEO и проч., были использованы с временным лагом в один год, то есть взяты на год ранее по сравнению с зависимой переменной.

Стоит подчеркнуть, что в данной работе, как и в более раннем исследовании А. Карминского и др., проведенном на выборке из 336 российских банков [А. Карминский, А.Рыбалка, Е. Шевченко, 2018], в эконометрическом моделировании не рассматривается причина смены CEO. Данный фактор может быть добавлен в дальнейшем при исследовании данной тематики, поскольку на текущий момент зафиксировано, что на российском рынке около 40% смен происходит по факту увольнения главы компании [Harvard Business Review Россия, 2017] и в ряде случаев связано с привлечением данного CEO к уголовной ответственности.

Данное исследование, нацеленное на выявление и анализ взаимосвязи между сменой CEO компании и факторами, характеризующими финансовую результативность и корпоративное управление в российских публичных компаниях, построено на модели логистической регрессии вида (1):

$$\begin{aligned} Prob(\text{Turnover}) &= Prob(\text{Change}_{i,t} = 1 | \text{Perform}_{i,t-1}, \dot{X}_{i,t-1}) \\ &= \Lambda(\alpha + \beta \text{Perform}_{i,t-1} + \dot{X}_{i,t-1} \dot{\gamma}) \end{aligned} \tag{1}$$

$$i = 1, \dots, n; t = 1, \dots, T.$$

В модели (1) бинарная переменная $Change_{i,t}$ является зависимой и отвечает за факт смены CEO изучаемой компании i в год t . В модели вектор $Perform_{i,t-1}$ - обозначение переменных, описывающих финансовые результаты деятельности компании i в год $t-1$; вектор $\dot{X}_{i,t-1}$ – вектор прочих переменных, отражающих характеристики компании i и ее генерального директора в период времени $t-1$; Λ представляет собой кумулятивную функцию плотности логистического распределения. Переменные и векторы в модели имеют индекс it ($i, t-1$), отображающий измерение информации компании i в момент времени t ($t-1$) - год. В представленной модели константа α , величина β и компоненты вектора $\dot{\gamma}$ – неизвестные параметры. Стоит отметить, что в соответствии с представленными ранее исследованиями как зарубежных, так и отечественных компаний [Rokiah, 2013, Муравьев, Талавера, Гречанюк, 2009], для коэффициента β при переменных, характеризующих финансовую результативность компании, предполагается наличие отрицательного знака.

Таблица 1. Описание переменных, используемых в регрессионном анализе

| Переменная | Описание переменной |
|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Зависимая переменная | |
| Change | Бинарная переменная, характеризующая факт смены CEO компании в год t . Переменная принимает значение 1, если в компании произошла смена на посту генерального директора в период t и значение 0 в противоположном случае. |
| Независимые переменные | |
| Переменные, отражающие характеристики компании | |
| CompAge | Возраст компании. Измерен как срок существования данного юридического лица; в годах. |
| OilGas | Бинарная переменная, описывающая факт принадлежности изучаемой компании к отрасли добычи нефти и газа. Переменная принимается равной единице, если компания принадлежит к указанной отрасли, и 0 – если не принадлежит. |

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| BasicSources | Бинарная переменная, описывающая факт принадлежности изучаемой компании к отрасли добычи и производства базовых ресурсов. Переменная принимается равной единице, если компания принадлежит к указанной отрасли, и 0 – если не принадлежит. |
| Energy | Бинарная переменная, описывающая факт принадлежности изучаемой компании к отрасли производства и распределения электроэнергии, газа и воды. Переменная принимается равной единице, если компания принадлежит к указанной отрасли, и 0 – если не принадлежит. |
| Telecom | Бинарная переменная, описывающая факт принадлежности изучаемой компании к отрасли телекоммуникаций. 1-принадлежность к отрасли, 0 – нет. |
| Переменные, отражающие характеристики CEO компании | |
| InPosition | Срок нахождения директора на посту CEO изучаемой компании. Измерен в годах |
| Age | Возраст CEO компании. Измерен в годах |
| Female | Бинарная переменная, описывающая половую принадлежность CEO компании. Принимает значение 1 в случае, если глава компании – лицо женского пола, 0 – если мужского. |
| Переменные, отражающие макроэкономические факторы | |
| Crisis | Бинарная переменная, характеризующая факт нахождения экономики в кризисном состоянии в год смены CEO компании. |
| Переменные, отражающие финансово-экономическое состояние компании (контрольные) | |
| CompSize | Размер фирмы, рассчитан как натуральный логарифм стоимости активов компании |
| Leverage | Структура капитала компании. Рассчитана как отношение суммы краткосрочных и долгосрочных обязательств компании к величине ее собственного капитала |

| | |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Liquidity | Коэффициент текущей ликвидности компании. Равен отношению оборотного капитала фирмы к величине краткосрочных обязательств |
| ROA | Рентабельность активов компании. Измерена через отношение чистой прибыли компании к стоимости ее активов |
| ROE | Рентабельность капитала компании. Представляет собой отношение чистой прибыли компании к величине собственного капитала |
| ROS | Рентабельность продаж компании. Рассчитана как отношение чистой прибыли к объему продаж компании |

2.2. Выборка компаний и описательная статистика

Для проведения данного исследования были использованы данные по российским публичным компаниям, входящим в индекс акций широкого рынка Московской фондовой биржи (ММВБ)¹². Данный индекс включает топ 100 ценных бумаг российских компаний, котирующихся на ММВБ. Отбор бумаг происходит на основании ряда критериев: ликвидность, капитализация компании, коэффициент free-float. В используемой в данной работе выборке представлены данные за 5 лет – в период с 2014 по 2018 год включительно; поскольку все объясняющие переменные модели взяты с временным лагом, составляющим один год, то данные по смене лиц на посту CEO компании представлены за период с 2015 по 2019 год. Стоит отметить, что из выборки были удалены компании финансового сектора в связи с особенностями деятельности данной индустрии, а также компании, не имеющие данных хотя бы по двум следующим друг за другом годам. Последнее ограничение связано с методом исследования, предполагающим анализ смены генерального директора в текущем году и деятельности компании и прочих характеристик в предыдущем периоде. После применения описанных выше критериев и проведения процесса очистки имеющихся данных от выбросов выборка включает 71 компанию и содержит 230 наблюдений. Мультиколлинеарности в данных выявлено не было.

Для получения необходимой информации о финансово-экономических показателях и ряде прочих характеристик компаний были использованы база данных СПАРК и годовые отчеты компаний. Источниками данных о факте смены первого лица компании и также

¹² Московская фондовая биржа Индекс широкого рынка / Московская фондовая биржа. – 2016. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://fs.moex.com/files/14356/> (дата обращения: 24.02.2020).

характеристик CEO послужили база данных Thomson Reuters Eikon, годовые отчеты компаний выборки, раскрытие существенных фактов и также описание органов управления и контроля на официальных сайтах изучаемых компаний.

Более подробно все используемые переменные описаны в Таблице 1, представленной в предыдущем параграфе.

Анализ имеющихся данных в панели был начат с вывода описательной статистики. Как показано в Таблице 2, смена генерального директора компании в период с 2015 по 2019 год произошла в 13% наблюдений. Как уже отмечалось ранее, представленная в Таблице 2 дескриптивная статистика приведена для очищенных от выбросов данных.

Таблица 2. Описательная статистика переменных

| Переменная | Среднее значение | Стандартное отклонение | Min значение | Max значение |
|-------------------|-------------------------|-------------------------------|---------------------|---------------------|
| Change | 0.130 | 0.338 | 0 | 1 |
| CompAge | 17.933 | 6.002 | 3.5 | 27.5 |
| OilGas | 0.139 | 0.347 | 0 | 1 |
| BasicSources | 0.173 | 0.379 | 0 | 1 |
| Energy | 0.291 | 0.455 | 0 | 1 |
| Telecom | 0.104 | 0.306 | 0 | 1 |
| InPosition | 2.196 | 2.881 | 0.1 | 20.67 |
| Age | 48.339 | 8.049 | 34 | 67 |
| Female | 0.017 | 0.131 | 0 | 1 |
| Crisis | 0.178 | 0.384 | 0 | 1 |
| CompSize | 25.359 | 1.918 | 18.908 | 30.387 |
| Leverage | 1.053 | 0.857 | 0.003 | 3.951 |
| Liquidity | 1.663 | 1.103 | 0.012 | 5.492 |
| ROA | 0.070 | 0.100 | -0.232 | 0.372 |

| Переменная | Среднее значение | Стандартное отклонение | Min значение | Max значение |
|-------------------|-------------------------|-------------------------------|---------------------|---------------------|
| ROE | 0.139 | 0.202 | -0.388 | 0.868 |
| ROS | 0.114 | 0.145 | -0.287 | 0.642 |

Как видно из Таблицы 2, средняя компания анализируемой выборки является рентабельной, о чем свидетельствуют положительные значения коэффициентов ROA, ROE и ROS. Исследуемые компании также имеют достаточный уровень финансовой устойчивости – коэффициент текущей ликвидности равен 1,66. Средняя величина показателя ROA, рентабельности активов компании, равна 0,07. Так, с каждого миллиона, инвестированного в активы, средняя компания генерирует 70 тысяч рублей чистой прибыли. Стоит отметить, что в Таблице 2 приведено усредненное значение показателя для всех изучаемых компаний, поскольку значение ROA может заметно варьироваться в зависимости от отрасли. Среднее значение коэффициента рентабельности собственного капитала компании ROE за рассмотренный период в 5 лет с 2014 по 2018 год составляет 0,139, что позволяет в целом говорить об эффективном использовании внутренних источников финансирования. Положительный коэффициент рентабельности продаж ROS, равный 0,114, также может свидетельствовать о достаточном уровне экономической активности компаний.

На Рис. 4 представлено изменение коэффициентов рентабельности компаний ROE, ROA, ROS по годам за изучаемый период 2014 – 2018 гг. Можно заметить, что показатель ROA показывает постепенный рост за рассматриваемые годы с 4,7% в 2014 году до практически 9% в 2018 году. Коэффициент рентабельности собственного капитала ROE и коэффициент рентабельности продаж ROS имеют схожую тенденцию. С 2014 по 2016 годы оба коэффициента росли, затем в 2017 году необходимо отметить снижение значений, за которым последовал рост ROS на 22,8% в 2018 году и дальнейшее снижение величины ROA на 11% по отношению к 2017 году. Подобные изменения величин коэффициентов могут быть связаны с колебанием курса доллара США, поскольку часть компаний выборки поставляют свою продукцию на экспорт.

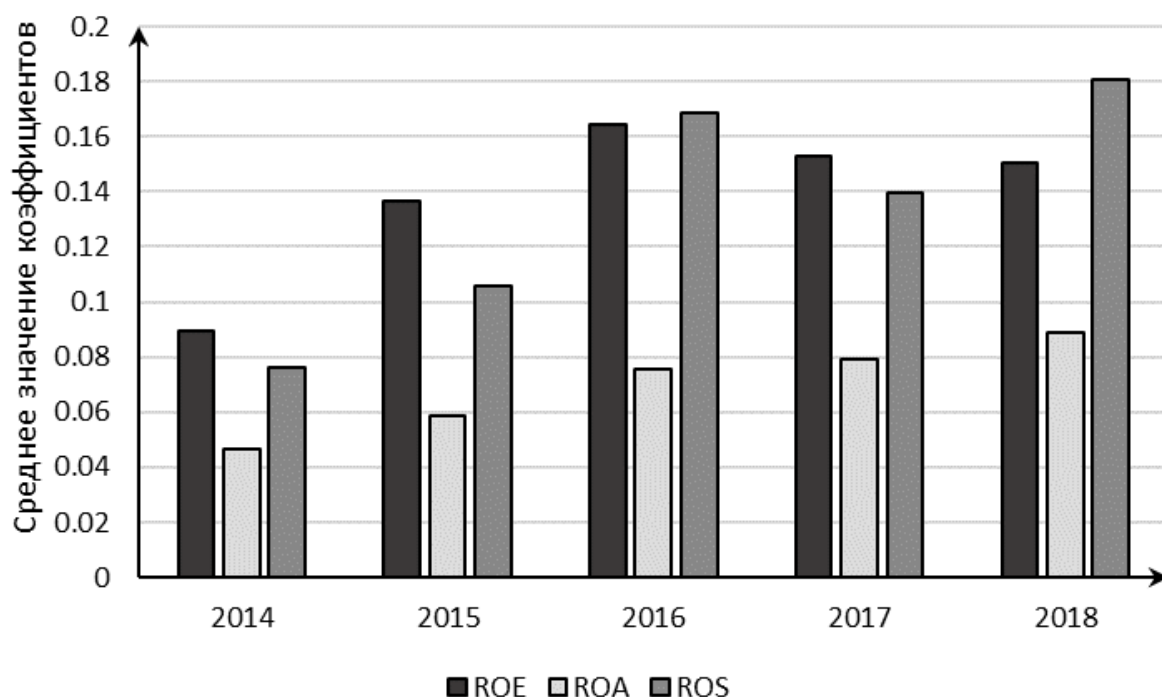


Рис.4 Средние значения коэффициентов финансовой результативности компаний ROE, ROA, ROS по годам в период с 2014 по 2018 год

Как было показано в Таблице 2, в среднем за промежуток времени с 2015 по 2019 год частота смены главы компании составляет около 13%. Интересным представляется анализ частоты смены CEO по годам – визуализация данных приведена на Рис. 5. Так, больше всего смен за анализируемый период произошло в 2015 год – 15,9% компаний выборки сменили генерального директора. Стоит отметить, что такая величина может быть связана с валютным кризисом 2014 – 2015 годов, наложившим отпечаток на российскую экономику. Как правило, в ситуации кризиса компании более склонны к смене CEO. Подобные данные были получены при изучении кризисных 2008 и 2009 годов на примере как российских, так и зарубежных компаний [Пентюк, Солнцев, 2016; Ward Howell, 2014]. Затем, в 2016 году произошло снижение доли компаний, менявших генерального директора, на 4,5% до 11,4% от всех компаний выборки. В дальнейшем, с 2016 по 2017 год ежегодно количество смен CEO росло и снова почти достигло максимума 2015 года – в 2018 году величина составила 15,7%. Подобный тренд может быть частично объяснен обновлением бизнес-моделей компаний в пост-кризисные годы и поиск CEO, обладающих компетенциями, необходимыми для управления компанией в режиме инновационности. Также возросшее число смен генеральных директоров в российских компаниях может быть связано с ужесточением государственного контроля за корпоративной коррупцией. 2019 год характеризуется наименьшей долей смен CEO – только 8,6% компаний выборки сменили главу в данный год.

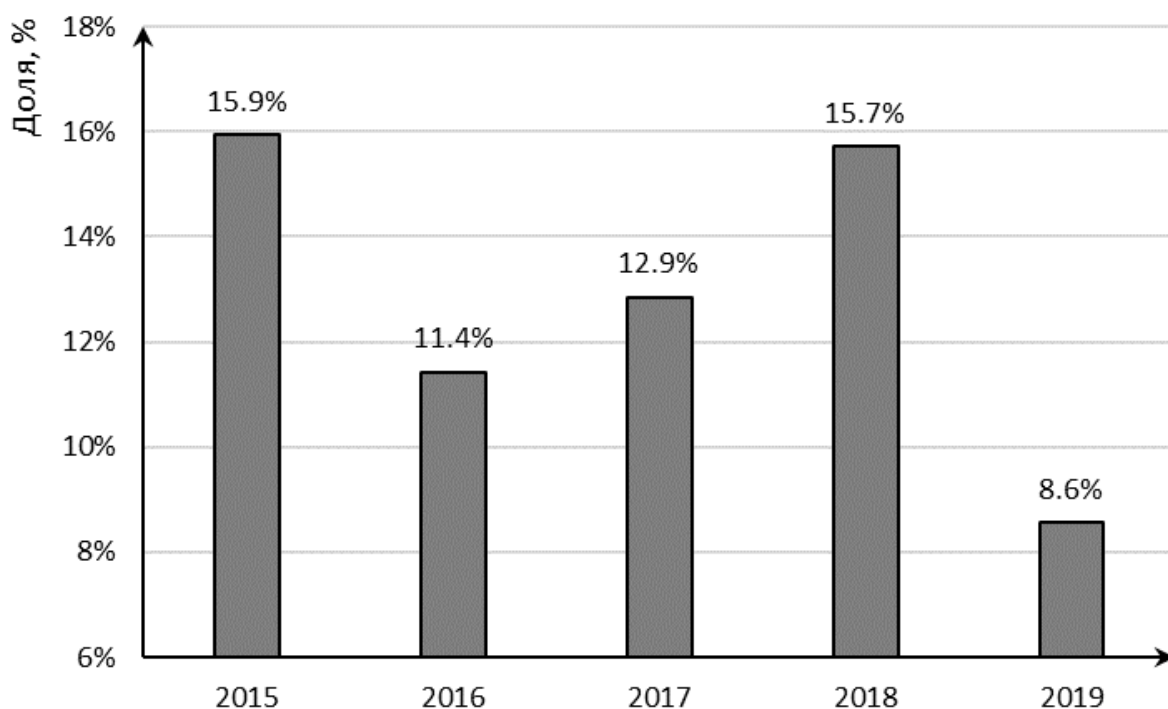


Рис.5 Доля российских публичных компаний, в которых был зафиксирован факт смены CEO в 2015 – 2019 годах

Важной частью процесса смены генерального директора компании является причина, по которой было принято соответствующее решение. На Рисунке 6 представлены основные факторы, послужившие триггерами смены CEO в изучаемых компаниях. Так, 41% смен произошёл в связи с реструктуризацией бизнеса, что включает в себя изменение стратегии (например, ориентация на диджитализацию компании), запуск новых продуктов и увеличение доли высокотехнологичной продукции, освоение новых рынков сбыта и повышение операционной эффективности, подготовка к приобретению /продаже, IPO. Следующая по частоте причина смены главы компании – слабые финансовые результаты компании – составляет около 25%. Таким образом, только четверть смен в изучаемой выборке произошла в связи с плохими результатами, что может говорить о недостаточной силе связи между процессом смещения CEO и финансовыми показателями компании. 18% случаев приходится на добровольный уход генерального директора с занимаемого поста – переход на схожую должность в другую компанию или же уход на повышение внутри группы. Ещё один триггер – это конфликтные процессы внутри компании – с акционерами, а также с руководством сети (9%). Такие факторы, как уход на пенсию или же кончина генерального директора представляют 5% и 2% соответственно.

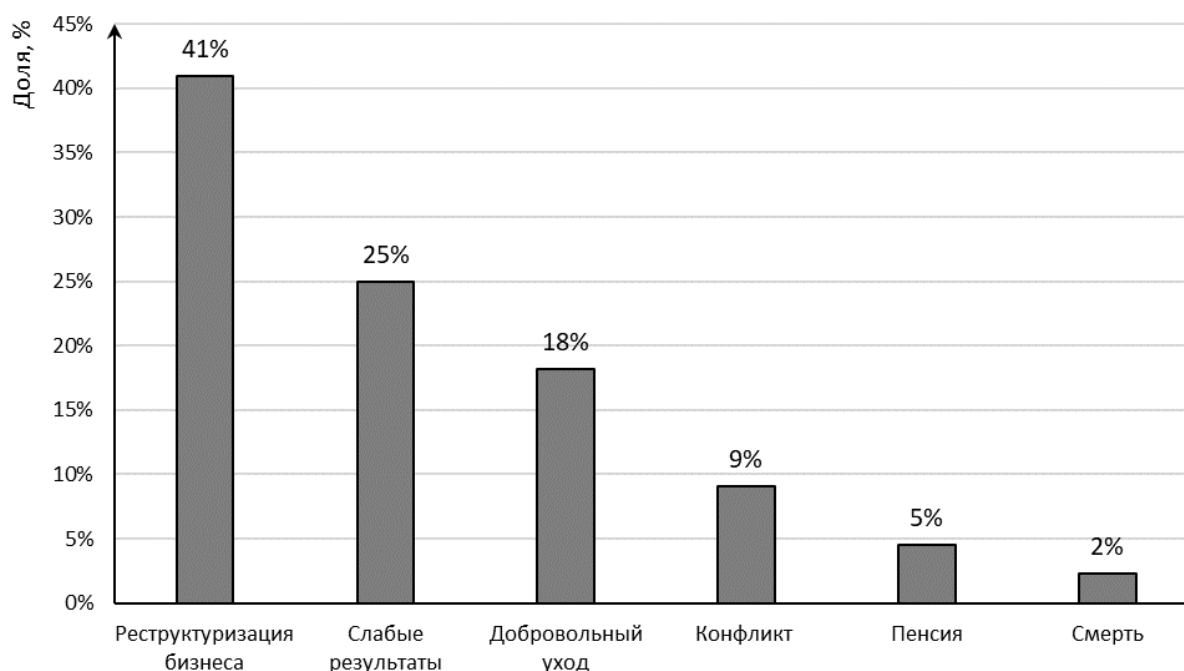


Рис.6 Причины смены CEO в российских публичных компаниях в период с 2015 по 2019 гг., %

Стоит обратить внимание на характеристики CEO компаний. Так, в среднем генеральный директор – это мужчина, которому чуть более 48 лет, находящийся на должности главы компании 2,2 года. Наибольший срок на посту CEO – около 21 года – зафиксирован для главы ПАО «Лукойл» Вагита Алекперова. В соответствии с Таблицей 2, самому молодому CEO 34 года, самому старшему – 67 лет. Необходимо отметить, что почти все генеральные директора компаний выборки – мужчины, лишь во главе трех компаний за весь рассматриваемый период в 5 лет – ГТМ, ТГК-2 и Яндекс - стояли женщины. Вопросы, касающиеся гендера топ-менеджмента, являются предметом интереса многих исследователей [Francoeur, Labelle, Sinclair-Desgagné, 2008; Rose, 2007; А. Пентюк, С. Солнцев, 2015], что связано с различиями в стилях управления, разной готовности принимать риски и прочее [Coleman, 2003; Schubert et al., 1999; Stelter, 2002]. Подобные отличия могут оказать существенное влияние на деятельность подконтрольной компании. В связи с крайне малым количеством женщин на посту CEO в компаниях выборки переменная Female, отвечающая за пол генерального директора, не была использована при проведении в дальнейшем регрессионного анализа.

Интересным представляется разделение изучаемых компаний по отраслям и анализ полученных результатов. Так, как отражено на Рис. 7, наибольшую долю в выборке имеют компании, относящиеся к отрасли производства и распределения электроэнергии, газа и воды; они представляют почти треть выборки – 29%. На втором месте находятся компании,

занимающиеся добычей и производством базовых ресурсов – добыча угля, алмазов, производство металлов – около 17% выборки. 14% изучаемых компаний работают в отрасли добычи и переработки нефти и газа, в выборку вошли такие крупнейшие российские предприятия как ПАО «Газпром», ПАО «Лукойл», ПАО «НК «Роснефть» и прочие. Примерно равную долю в сформированной выборке имеют компании, относящиеся к отрасли химической промышленности, телекоммуникациям и розничной торговле, они составляют 10%, 10% и 9% соответственно. В раздел «прочее» были отнесены отрасли, мало представленные в изучаемой выборке: производство промышленных товаров и услуги, транспорт, строительство и производство строительных материалов, товары и услуги средств массовой информации, производство пищевых продуктов и напитков – 10%.



Рис.7 Представленность компаний выборки по отраслям, 2014-2018 гг.

Поскольку в изучаемой выборке присутствуют компании, ведущие свою деятельность в разных отраслях, был проведен анализ различий финансовых показателей компаний в зависимости от сектора, в котором они оперируют. Для того, чтобы иметь возможность сравнить полученные результаты с более ранним исследованием долговой нагрузки в отраслях российской экономики, проведенным Банком России [С. Попова, Н. Карпова, 2018], и сделать соответствующие выводы, был взят средний за изучаемый период показатель долговой нагрузки компаний для 4 наиболее представленных в выборке отраслей: добыча и переработка нефти и газа, добыча и производство базовых ресурсов, производство и распределение электроэнергии, газа и воды, телекоммуникации (Рис. 8).

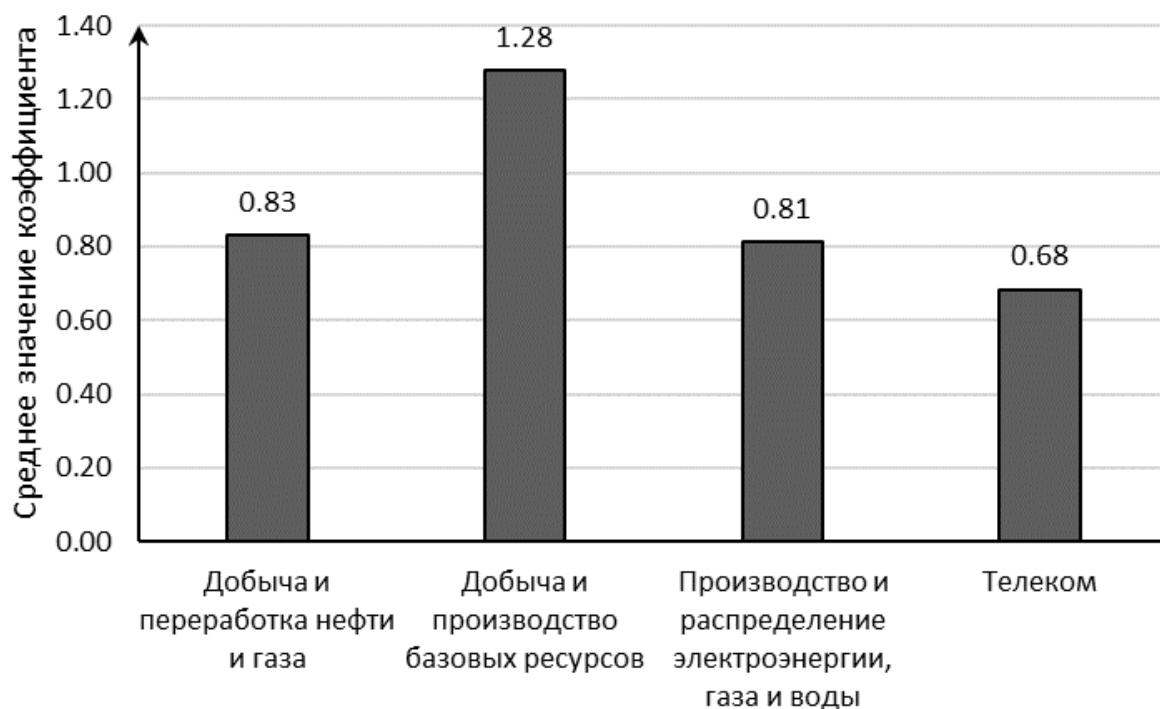


Рис.8 Среднее значение коэффициента долговой нагрузки (*Leverage*) компаний представленных отраслей за изучаемый период с 2014 по 2018 годы

Визуализация данных по среднему уровню долговой нагрузки компаний за период с 2014 по 2018 год позволяет говорить о том, что уровень долга в российских компаниях варьируется в зависимости от отрасли деятельности. В соответствии с Рис. 8, наибольшее среднее значение коэффициента долговой нагрузки за рассмотренный период в 5 лет (2014 – 2018 гг.) имеют компании, занимающиеся добычей и производством базовых ресурсов. Для компаний данного сектора уровень закредитованности составляет 1,28. Примерно одинаковое отношение обязательств к собственному капиталу имеют компании, относящиеся к отраслям добычи и переработки нефти и газа и производства и распределения электроэнергии, газа и воды, - коэффициент равен 0,83 и 0,81 соответственно. Наименьший уровень долга имеют телеком-компании – около 0,68.

Подобные различия в уровнях долговой нагрузки для разных отраслей могут быть объяснены тем, что каждый сектор экономики имеет сравнительно уникальный технологический цикл, различный уровень экспортных возможностей и характеризуется разной степенью государственной поддержки. В исследовании Банка России [С. Попова, Н. Карпова, 2018] было выявлено, что различия в значениях коэффициента долговой нагрузки российских компаний, которые ведут деятельность в разных отраслях, могут находиться во взаимосвязи не только с рядом фундаментальных показателей корпоративного характера (рентабельность активов, собственного капитала, возраст и размер компании и прочие), но

также и с эффектами отраслей. Авторами отмечается, что эффекты принадлежности к определенной отрасли являются значимыми при анализе коэффициента долговой нагрузки в таких секторах экономики, как розничная торговля, строительство, производство сельскохозяйственной продукции и добыча базовых ресурсов.

Как видно из Рис. 8, принадлежность компании к отрасли добычи и производства базовых ресурсов в среднем говорит о более высоком уровне долга в данной компании по сравнению с представителями других отраслей. Схожие результаты были получены и в исследовании Банка России за период с 2010 по 2015 годы. В то же время авторами отмечается, что подобная тенденция характерна и для немецких компаний. Полученные результаты частично могут быть объяснены тем, что для отрасли производства базовых ресурсов характерна высокая стоимость инвестиционных проектов и модернизации, которая на данный момент является одной из приоритетных задач компаний сектора. Также на Рис. 8 показано, что отрасль телекоммуникаций имеет относительно низкий уровень долговой нагрузки, равный 0,68. Подобное значение коэффициента может быть связано с трансформацией бизнес-моделей компаний отрасли и активным использованием цифровых продуктов (интернет вещей, облачные сервисы и др.) и услуг мобильной передачи данных [Д. Орехов, А. Рогов, 2020].

Перечисленные выше отраслевые различия компаний, такие как доступ к господдержке, доля экспортных продаж и прочее, ведут к возникновению разнообразных рисков. Так, неоднородность потребности в заемном финансировании различных секторов экономики представляет собой один из результатов подобных рисков. Данная ситуация может влиять на процесс роста компаний в отрасли, поскольку при низком уровне финансового развития в большей степени под ударом окажутся отрасли, которые особенно сильно нуждаются во внешнем финансировании, - они не смогут показать такие же темпы роста, как в условиях достаточного финансирования [Rajan, Zingales, 1996]. Таким образом, развитие финансовых институтов может митигировать различия в доступности заемных средств для компаний, оперирующих в различных секторах экономики. Так как в случае отсутствия всей необходимой банку информации о финансовом состоянии компании-заемщика, принадлежность к определенной отрасли может стать одним из определяющих факторов. Стоит отметить, что особый интерес представляет исследование отраслевых эффектов в условиях кризиса, так как компании различных отраслей могут быть в разной степени волатильны по отношению к изменениям макроэкономических показателей, глобальным и национальным экономическим шокам. В данной работе затронуты два кризисных года – это 2014 и 2015 годы соответственно.

В работе было проведено сравнение ряда характеристик компаний, осуществлявших процесс смены генерального директора хотя бы один раз за изучаемый период и не менявших руководителя в период с 2015 по 2019 год, с помощью проверки гипотезы о равенстве средних. Результаты приведены в Таблице 3.

Таблица 3. Описательная статистика переменных для компаний, в которых происходила/ не происходила смена руководства в 2015-2019 гг.

| Переменная | Компании, не менявшие CEO | | Компании, менявшие CEO | | Расчетное значение p для H0: $\mu_1 = \mu_2$ |
|------------|------------------------------------|---------------------------|------------------------------------|---------------------------|----------------------------------------------------|
| | Среднее значение (μ_1) | Стандартное отклонение | Среднее значение (μ_2) | Стандартное отклонение | |
| CompAge | 17.812 | 6.229 | 17.557 | 5.682 | 0.6218 |
| InPosition | 2.264 | 2.634 | 1.626 | 2.033 | 0.0118 |
| Age | 49.249 | 7.507 | 46.701 | 8.531 | 0.0105 |
| Female | 0 | 0 | 0.052 | 0.222 | 0.0246 |
| Crisis | 0.179 | 0.385 | 0.186 | 0.391 | 0.8668 |
| CompSize | 25.242 | 2.282 | 25.627 | 1.349 | 0.0190 |
| Leverage | 1.002 | 0.919 | 1.088 | 0.824 | 0.0249 |
| Liquidity | 1.846 | 1.156 | 1.846 | 1.435 | 0.8857 |
| ROA | 0.091 | 0.099 | 0.065 | 0.083 | 0.0344 |
| ROE | 0.176 | 0.207 | 0.117 | 0.158 | 0.0230 |
| ROS | 0.141 | 0.166 | 0.139 | 0.196 | 0.8972 |

Примечания: количество наблюдений составило 133 для компаний, не менявших CEO, и 97 для компаний, осуществивших смену.

Исходя из данных, представленных в Таблице 3, можно говорить о значимом отличии большинства характеристик сравниваемых компаний. Так, более высокий уровень прибыльности и меньший уровень долговой нагрузки характерен для фирм, не менявших генерального директора, что может свидетельствовать о некоторой степени связи между вероятностью смещения CEO и финансово-экономическими показателями. Компании, проводившие процесс смены топ-менеджмента, в среднем относятся к более крупным, что соответствует предположению о том, что более крупные фирмы имеют больше возможностей для привлечения достойных кандидатов на освободившийся пост, а также несут меньшие издержки, чем более мелкие игроки [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009; Orekhova et al, 2019]. Характеристики управленцев компаний второй группы (сменивших CEO) также отличаются: такие директора находятся в должности более короткий срок и в среднем моложе. Интересно отметить, что среди компаний, не менявших топ-менеджмент, все генеральные директора – мужчины.

Таким образом, в период с 2015 по 2019 годы, в соответствии с описательной статистикой, рассмотренной выше, в 2016 году произошло резкое снижение количества смен генеральных директоров, далее, вплоть до 2018 года заметна тенденция на увеличение числа замещений на посту главы компании. Затем, в 2019 году можно видеть снижение данного показателя почти в два раза. Наиболее частая причина инициирования процесса смены CEO – реструктуризация бизнеса компании. Далее предполагаемая связь вероятности смены генерального директора и ряда факторов будет изучена с помощью многофакторного регрессионного анализа.

2.3. Итоги регрессионного анализа

Для определения и анализа взаимосвязи ряда факторов с фактом смены главы компании были построены шесть моделей для зависимой бинарной переменной *Change*, отвечающей за смену генерального директора в год *t*. Представленные в Таблице 4 спецификации базовой модели различаются используемыми показателями финансово-экономической результативности компаний – коэффициентами рентабельности активов ROA (1 и 4 модель), рентабельности собственного капитала ROE (2 и 5-ая модели) и рентабельности продаж ROS (см. 3 и 6 столбцы). Кроме того, в модели 4-6 (см. столбцы 4-6) включены дамми-переменные *Crisis* и *Telecom*, характеризующие кризисные годы и принадлежность компании к сектору телекоммуникаций соответственно.

При проведении регрессионного анализа первоначально были построены модели, включающие также фиктивные переменные, отвечающие за принадлежность компаний

выборки к ряду отраслей: добыча и переработка нефти и газа, добыча и производство базовых ресурсов, производство и распределение электроэнергии, газа и воды. Однако, в связи с тем, что при проведении регрессионного анализа переменные оказались статистически незначимы во всех моделях, они не были отражены в Таблице 4 с целью экономии места и фокусирования внимания на прочих показателях.

Таким образом, в дальнейшем изучается возможная взаимосвязь смены СЕО в российских публичных компаниях с рядом факторов, описывающих финансово-экономическую результативность, характеристики компании и генерального директора и также макроэкономические факторы. Итоги проведенного регрессионного анализа отображены в Таблице 4.

Таблица 4. Итоги оценивания параметров базовых регрессионных моделей

| Переменная | Спецификация модели | | | | | |
|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| CompAge | -0,000 (0,003) | -0,000 (0,003) | -0,000 (0,003) | 0,000 (0,003) | 0,000 (0,003) | -0,000 (0,004) |
| Telecom | - | - | - | 0,185* (0,114) | 0,153* (0,097) | 0,150 (0,099) |
| InPosition | -0,006 (0,007) | -0,004 (0,008) | -0,003 (0,008) | -0,001 (0,006) | -0,002 (0,007) | -0,000 (0,007) |
| Age | -0,006** (0,002) | -0,006** (0,002) | -0,007** (0,002) | -0,006** (0,002) | -0,006** (0,002) | -0,007** (0,002) |
| Crisis | - | - | - | 0,013 (0,039) | 0,015 (0,041) | 0,008 (0,047) |
| CompSize | 0,028** (0,009) | 0,030** (0,010) | 0,031** (0,011) | 0,027** (0,008) | 0,029** (0,009) | 0,031** (0,009) |
| Leverage | 0,028* (0,018) | 0,037* (0,019) | 0,029* (0,018) | 0,035** (0,017) | 0,044** (0,019) | 0,037** (0,018) |
| Liquidity | -0,024 (0,021) | -0,022 (0,024) | -0,035 (0,025) | -0,017 (0,020) | -0,017 (0,023) | -0,031 (0,024) |
| ROA | -0,478** (0,197) | - | - | -0,541** (0,188) | - | - |
| ROE | - | -0,213** (0,094) | - | - | -0,232** (0,098) | - |
| ROS | - | - | -0,015 (0,020) | - | - | -0,019 (0,020) |
| χ^2 | 25,94 | 27,79 | 25,01 | 29,37 | 30,79 | 28,18 |
| <i>p</i> -статистика | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,001 | 0,000 | 0,000 |
| Псевдо R^2 | 0,122 | 0,115 | 0,095 | 0,1510 | 0,138 | 0,116 |

Примечания: количество наблюдений в панели равно 230. Зависимая бинарная переменная Change принимает значение, равное единице, если зафиксирован факт смены CEO и ноль – если глава компании остался прежним в изучаемом году. В таблице 4 указаны средние предельные эффекты после оценки логистических моделей. В скобках приведены кластер-робастные стандартные ошибки оценки параметров. Необходимо отметить, что для

улучшения читабельности таблицы в нее не была включена константа и переменные, отражающие эффекты отраслей. Исключение было сделано только для статистически значимой переменной Telecom, характеризующей компании, оперирующие в отрасли телекоммуникаций.

Символами * и ** обозначены переменные, значимые на 10% и 5%-м уровнях значимости соответственно.

Стоит начать с замечания, что все модели, представленные в Таблице 4, являются статистически значимыми на уровне значимости в 1%, кроме того, во всех регрессионных моделях оказались значимыми контрольные переменные CompSize, Leverage, ROA и ROE.

Начнем с анализа переменных, отражающих рентабельность компании. В Таблице 3 представлены модели, включающие коэффициент рентабельности активов фирмы (1 и 4 столбцы), рентабельность собственного капитала (2 и 5 столбцы) и продаж средней компании выборки (3 и 6 столбцы). В соответствии со спецификациями *a* и *б* Гипотезы 1 можно говорить о наличии значимой обратной связи вероятности смены CEO компании с данными показателями финансово-экономической результативности. Особенно существенным представляется эффект от изменения коэффициента рентабельности активов ROA. Так, при изменении данной переменной на три стандартных отклонения (ско) от ее среднего значения, то есть с 0,07 до 0,37 (см. Таблицу 2), вероятность смещения генерального директора с занимаемой должности снижается приблизительно на 15%. Стоит отметить, что в работе А. Муравьева за 2009 год [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009] колебание переменной ROA также носит наиболее существенный характер, однако изменение данного фактора на три ско понижает вероятность смены первого лица компании только на 6%. Несмотря на Гипотезу 1 (в), переменная ROS, отвечающая за рентабельность продаж, оказалось незначимой, в связи с чем никакие выводы касательно связи рентабельности продаж компании с процессом смены CEO не могут быть сделаны.

Продолжим рассмотрение контрольных переменных, описывающих финансово-экономическое состояние изучаемых компаний. Так, как и предполагалось в Гипотезе 2, переменная Leverage, отвечающая за уровень долговой нагрузки в компании и рассчитанная как отношение общего долга к собственному капиталу фирмы, прямо взаимосвязана со сменой генерального директора. Так, увеличение долговой нагрузки компании в среднем повышает вероятность смены CEO, что может быть связано с большим контролем кредиторов за деятельностью фирмы. В моделях 1-3 переменная Leverage значима на 10%,

в моделях 4-6 – на 5%-ом уровне значимости (Таблица 4). Стоит отметить, что еще одна контрольная переменная, Liquidity, характеризующая текущую ликвидность компании, оказалось статистически незначимой. Из чего следует, что данная переменная не оказывает влияния на процесс смены CEO в российских публичных компаниях. В то же время размер компании, включенный в модели как натуральный логарифм активов фирмы, является значимым на 5% во всех представленных моделях. Таким образом, в соответствии с Гипотезой 3, чем крупнее компания, тем более она склонна к смене CEO в среднем. В условиях российских реалий это может быть связано как с относительной неразвитостью кадрового рынка управленцев высшего звена, что заметно усложняет поиск генерального директора для более мелких компаний, так и со стремлением крупнейших российских предприятий к обновлению моделей работы и созданию инновационных процессов, что требует новых руководителей, обладающих релевантными навыками и видением. Возраст компании не имеет статистически значимой связи с вероятностью смены CEO.

Говоря о характеристиках генеральных директоров компаний, включенных в модель, стоит отметить значимость переменной Age, которая представляет собой возраст CEO. Данный показатель оказался значимым на 5%-ом уровне (обратная взаимосвязь) для всех моделей (см. столбцы 1-6). Так, вероятность смены CEO в возрасте в среднем ниже, чем его более молодого коллеги. Подобные результаты можно объяснить большим управленческим опытом и более значимым социальным капиталом (широкий круг связей, доверие акционеров), что особенно важно в российской практике. Кроме того, возрастные генеральные директора, как правило, придерживаются более консервативной политики и подталкивают свои компании к снижению уровня долговой нагрузки [Bertrand, Schoar, 2003], которая, как указано выше, прямо связана с вероятностью смены руководителя. Интересно, что в то же время срок нахождения в должности генерального директора именно конкретной изучаемой компании оказался незначим в рамках данной работы – вероятность смены не зависит от продолжительности пребывания на посту CEO.

Несмотря на Гипотезу 4 о наличии прямой связи вероятности смещения первого лица компании и факта отнесения года к периоду кризиса, переменная Crisis оказалось статистически незначимой. Таким образом, невозможно сделать выводы об эффекте, который оказывает кризис на процесс смены генерального директора компании. Подобный вывод не соответствует результатам, полученным в исследовании А. Пентюк и С. Солнцева [А. Пентюк, С. Солнцев, 2015], где говорится о том, что вероятность смены CEO в среднем повышается в периоды кризиса и объясняется необходимостью в эффективном антикризисном менеджменте. Стоит отметить, что в данной работе за кризисные годы были

приняты 2014 и 2015 годы – острая фаза финансового кризиса в России, одной из основных причин которого стало падение мировых цен на нефть, что привело к девальвации рубля [С. Дубинин, 2015; D. Rodionov et al, 2015; I. Viktorov, A. Abramov, 2020].

Результаты в столбцах 4 и 5 (Таблица 4) позволяют сделать вывод о значимости переменной Telecom, отвечающей за принадлежность компании к отрасли телекоммуникаций. Так, мы можем принять Гипотезу 5 о том, что компании, относящиеся к телекоммуникационному сектору экономики, в среднем отличаются более высокой вероятностью смены генеральных директоров. Схожие тенденции были также отмечены в исследовании Ward Howell Talent Equity Institute, где отрасль телеком была отмечена как лидер по количеству смен за изучаемый период с 2003 по 2013 годы [Ward Howell, 2014]. Подобные результаты могут быть интерпретированы через призму более высоких требований к компетенциям инновационности менеджмента, как к руководству компаний высокотехнологичной отрасли.

В данной работе был также проведен анализ связи вероятности смены генерального директора компании и финансовой результативности компаний в сравнении с показателями других компаний, также относящихся к изучаемой отрасли. Представляется, что относительные величины могут быть репрезентативнее абсолютных, поскольку в большей степени отражают качество корпоративного управления в компании. Так, финансовые показатели фирмы могут варьировать в результате внешних факторов, оказывающих влияние на отрасль в целом, что снижает возможность интерпретации качества управления в компании: снижение прибыли и прочие негативные тенденции в отдельной компании могут быть вызваны спадом сектора, даже при наличии эффективного менеджмента [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009].

В Таблице 5 представлены итоги оценивания регрессионных моделей, где были использованы относительные показатели финансовой результативности компаний выборки. Данные показатели были рассчитаны как разность между показателями конкретной фирмы и среднеотраслевыми показателями.

Таблица 5. Итоги оценивания параметров регрессионных моделей с относительными показателями результативности компаний

| Переменная | Спецификация модели | | | | | |
|--------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| CompAge | -0,003 (0,004) | -0,003 (0,004) | -0,004 (0,004) | 0,003 (0,004) | 0,003 (0,004) | -0,004 (0,003) |
| Telecom | - | - | - | 0,142* (0,093) | 0,130* (0,082) | 0,138 (0,088) |
| InPosition | -0,005 (0,008) | -0,006 (0,008) | -0,002 (0,008) | -0,006 (0,008) | -0,006 (0,008) | -0,004 (0,008) |
| Age | -0,005** (0,003) | -0,006** (0,003) | -0,006** (0,003) | -0,005** (0,003) | -0,005** (0,002) | -0,005** (0,003) |
| Crisis | - | - | - | 0,051 (0,061) | 0,047 (0,061) | 0,057 (0,066) |
| CompSize | 0,036** (0,012) | 0,037*** (0,010) | 0,035** (0,014) | 0,036*** (0,011) | 0,037*** (0,011) | 0,036** (0,013) |
| Leverage | 0,029* (0,021) | 0,040* (0,022) | 0,041* (0,024) | 0,036** (0,021) | 0,044** (0,019) | 0,044* (0,024) |
| Liquidity | -0,002 (0,022) | -0,001 (0,021) | -0,007 (0,024) | -0,003 (0,021) | -0,001 (0,019) | -0,006 (0,023) |
| ROA_relative | -0,500* (0,285) | - | - | -0,421* (0,275) | - | - |
| ROE_relative | - | -0,297** (0,118) | - | - | -0,246** (0,117) | - |
| ROS_relative | - | - | -0,002 (0,003) | - | - | -0,001 (0,003) |
| χ^2 | 25,44 | 27,59 | 24,96 | 26,17 | 29,87 | 24,32 |
| p-статистика | 0,000 | 0,000 | 0,001 | 0,001 | 0,000 | 0,001 |
| Псевдо R^2 | 0,112 | 0,109 | 0,095 | 0,095 | 0,105 | 0,086 |

Примечания: количество наблюдений в панели равно 230. Зависимая бинарная переменная Change принимает значение, равное единице, если зафиксирован факт смены CEO и ноль – если глава компании остался прежним в изучаемом году. В таблице 5 указаны средние предельные эффекты после оценки логистических моделей. В скобках приведены

кластер-робастные стандартные ошибки оценки параметров. Необходимо отметить, что для улучшения читабельности таблицы в нее не была включена константа и переменные, отражающие эффекты отраслей. Исключение было сделано только для статистически значимой переменной Telecom, характеризующей компании, оперирующие в отрасли телекоммуникаций.

Символами *, ** и *** обозначены переменные, значимые на 10%, 5% и 1%-ом уровнях значимости соответственно.

Стоит отметить, что результаты, отраженные в Таблице 5, в целом соотносятся с итогами оценки базовых регрессий. Так, в соответствии с базовыми спецификациями, подтверждается существование значимой обратной связи вероятности смены генерального директора компании с показателями финансово-экономической результативности (ROA и ROE). Наибольший эффект характерен для изменения коэффициента рентабельности активов ROA: более низкие значения данного коэффициента в среднем повышают вероятность смены CEO компании.

Таким образом, после анализа полученных результатов регрессионного анализа, можно сказать, что вероятность смены CEO компании имеет связь с факторами финансово-экономического состояния компании, а также взаимосвязана с характеристиками фирмы и ее генерального директора.

2.4. Выводы исследования

По результатам проведенного исследования, вероятность смены генерального директора в российских публичных компаниях взаимосвязана с рядом факторов, описывающих финансово-экономическое состояние компании, а также характеристики самих компаний и их CEO. Приблизительно в 13% наблюдений был зафиксирован факт смены первого лица компании; наибольшее число смен пришлось на кризисный 2015 год, однако значимой взаимосвязи между периодом кризиса и вероятностью смещения гендиректора с занимаемой должности выявлено не было.

В работе была выявлена статистически значимая взаимосвязь факта смены CEO с рядом коэффициентов, отвечающих за финансовую результативность фирмы. Так, в среднем при прочих равных увеличение коэффициентов рентабельности активов ROA и рентабельности собственного капитала ROE снижает вероятность ухода с должности генерального директора компании. Таким образом, считается возможным принять

спецификации *a* и *b* Гипотезы 1. Наиболее сильную обратную связь с вероятностью смены CEO имеет показатель ROA, что соотносится с более ранними исследованиями, проведенными на российском рынке [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009]. Полученные результаты можно интерпретировать следующим образом: генеральные директора компаний, которые не показывают достаточной эффективности работы, вынуждены уходить с позиции CEO.

Средняя компания выборки характеризуется уровнем долговой нагрузки, чуть превышающим единицу (Таблица 2), что говорит о том, что долговые обязательства не покрываются собственным капиталом компании. В соответствии с Гипотезой 2 о том, что *чем выше коэффициент долговой нагрузки в компании, тем в среднем выше вероятность смены CEO данной компании*, в проведенном исследовании было установлено наличие прямой взаимосвязи количества смещений высших руководителей компаний и уровня долга. Так, долговые обязательства являются своеобразным дисциплинирующим фактором для менеджеров компании, что может быть связано с необходимостью обслуживания долга и пристальным вниманием со стороны кредиторов.

Стоит отметить, что анализ данных по уровню долговой нагрузки в компаниях выборки показывает, что степень за кредитованности компании различна для компаний из разных отраслей. Так, наибольшее среднее значение леввериджа за период с 2014 по 2018 год имеют компании, работающие в секторе добычи и производства базовых ресурсов – около 1,28, в то время как телеком-компании имеют в среднем в два раза меньший уровень долга – приблизительно 0,68. Более высокий уровень долга, характерный для компаний, оперирующих в отрасли добычи и производства базовых ресурсов, может быть связан с масштабными инвестиционными программами и общей модернизацией отрасли. Необходимо понимать, что компании различных отраслей имеют разный технический цикл, возможности поставлять продукцию на экспорт, разный доступ к мерам государственной поддержки. Подобные различия создают риски разной степени, что может результироваться в колебаниях долговой нагрузки по отраслям, связанных с доступностью заемных средств. Так, в условиях недостаточной эффективности финансовой инфраструктуры – при существовании определенных сложностей в точной оценке финансового состояния заемщика, кредитор может принять решение в соответствии со средними данными по отрасли. В такой ситуации даже надежный заемщик, относящийся к отрасли с низким кредитным рейтингом, может оказаться в непривлекательных условиях. Таким образом, анализ агрегированных данных показывает, что в среднем долговая нагрузка варьируется по разным секторам экономики [Донец, Пономаренко, 2015]. Важно

понимать, что вызывает подобные различия в уровне долга: особенности ведения деятельности в отдельных отраслях или же повышенная закредитованность определенных секторов. Последний фактор может значительно влиять на рост экономики в целом.

Для более детального изучения отраслевой специфики была проанализирована взаимосвязь между фактом принадлежности компании к отрасли телекоммуникаций и вероятностью смены CEO. Так, в соответствии с Гипотезой 5, гласящей, что *компании, относящиеся к отрасли телекоммуникаций, в среднем характеризуются более высокой вероятностью смены CEO*, была выявлена прямая взаимосвязь между данными факторами. Данные результаты подтверждаются более ранними исследованиями, включающими изучение отраслевых особенностей компаний и их взаимосвязь со сменой топ-менеджмента [Ward Howell, 2014; Harvard Business Review Россия, 2017]. Было выявлено, что телеком-компании чаще других склонны менять генерального директора, возможно, по причине поиска руководителя, обладающего компетенциями, необходимыми для внедрения инноваций в технологичном секторе экономики. Стоит отметить, что около 10% компаний выборки относятся к отрасли телекоммуникаций.

Интересно заострить внимание на анализе взаимосвязи процесса смены генерального директора и характеристик исследуемой компании. Так, размер фирмы, взятый как натуральный логарифм активов, находится в прямой взаимосвязи с вероятностью смены CEO компании, что позволяет нам принять Гипотезу 3, утверждающую, что *чем больше размер компании, тем в среднем выше вероятность смены генерального директора (CEO) в компании*. Схожие выводы были сделаны в ряде российских исследований, посвященных изучению ухода генерального директора – в среднем крупные фирмы более склонны менять первое лицо, поскольку подобный процесс связан для них с меньшими временными и финансовыми издержками [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009; Orekhova et al, 2019]. Однако для китайских компаний характерен противоположный вид связи – чем больше компания, тем меньше вероятность инициализации процесса смены генерального директора, что может быть связано с национальными особенностями корпоративной культуры Китая [L. Pi, 2009]. При проведении регрессионного анализа возраст фирмы оказался статистически незначим.

В работе были также изучены характеристики CEO российских публичных компаний, вошедших в выборку. Так, среднестатистическому генеральному директору около 48 лет, что на 3 года больше по сравнению с результатами, полученными в Ward Howell [Ward Howell, 2014], однако все еще делает российского генерального директора одним из самых молодых в соответствии с мировой статистикой – в США данный

показатель составляет 53 года, а в Японии средний возраст CEO – 60 лет. Стоит отметить, что была выявлена статистически значимая обратная связь вероятности смены генерального директора и его возраста. Возможно, компании в России менее склонны к смещению более возрастных CEO в связи с их значительным опытом, социальными и деловыми связями и завоеванным доверием акционеров. За изученный период в 5 лет лишь во главе трех компаний стояли женщины, и только одна из них – более двух лет, что говорит о незначительных сдвигах в достижении гендерного неравенства в высших эшелонах менеджмента. Средний срок нахождения на посту CEO составил чуть более двух лет, что практически на год меньше, чем в релевантных работах за более ранний период [Ward Howell, 2014], причем в выборке присутствуют наблюдения, когда CEO не пробыл на позиции и одного года. В компаниях США, например, средний срок работы на посту главы компании составляет почти в 3 раза больше – около 6 лет.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что вероятность смены генерального директора компании взаимосвязана с результатами финансово-экономической деятельности фирмы, долговой нагрузкой, а также рядом характеристик компании и CEO. Процесс смещения первого лица находится в прямой зависимости от уровня левериджа, повышающего эффективность менеджеров, и также от размера компании. Компании отрасли телеком более склонны менять генерального директора, как и компании, пост CEO в которых занимает более молодой управленец.

УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ

По итогам проделанной работы и результатам проведенного эконометрического исследования представляется возможным вывести ряд управленческих рекомендаций, которые могут быть использованы компаниями для улучшения результативности и эффективности работы компаний и повышения качества корпоративного управления.

В зоне фокуса работы находился анализ взаимосвязи вероятности смены генерального директора с рядом финансовых коэффициентов, отражающих рентабельность компании. Было выявлено наличие обратной связи между вероятностью смены CEO и коэффициентами рентабельности активов фирмы (ROA) и собственного капитала (ROE) - в среднем компании более склонны к проведению процесса смены первого лица при снижении показателей финансовой результативности. Так, акционерам компании необходимо обращать внимание на результаты финансовой эффективности компании для оценки необходимости смены топ-менеджмента. CEO компании также стоит отслеживать данные показатели для понимания уровня вероятности инициализации процесса смены и получения дополнительного времени для возможного устранения угрозы увольнения с занимаемого поста по причине слабых результатов компании. Стоит отметить, что по результатам исследования наиболее сильную связь с вероятностью смены генерального директора компании имеет коэффициент рентабельности активов ROA; рекомендуется проводить анализ данного показателя в первую очередь.

Еще один показатель, исследовавшийся в работе, - это уровень долговой нагрузки в компании. В ходе эконометрического анализа было установлено, что в среднем увеличение финансового левериджа повышает вероятность смены генерального директора компании. Поскольку данная тенденция может быть связана с более высокой степенью контроля со стороны кредиторов [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009], при увеличении уровня долговой нагрузки компании стоит учитывать влияние большего мониторинга за деятельностью фирмы как на процессы корпоративного управления, так и на процесс обновления состава топ-менеджмента. Так, новый долг может стимулировать неэффективного CEO к повышению качества работы, поскольку в противном случае он может быть с большей вероятностью смещен с занимаемой должности.

По результатам исследования была выявлена прямая статистически значимая связь вероятности смены CEO и размера компании: чем крупнее компания, тем более она в среднем склонна к замене менеджера на посту генерального директора. Частично подобный вывод может быть объяснен ориентиром крупнейших российских компаний на создание

новых стратегических моделей и диджитализацию бизнеса, что может вести к новому этапу жизни компании, для которого требуется новый руководитель, обладающий подходящими компетенциями. Таким образом, акционерам компании необходимо отслеживать внутренние и внешние сигналы компании, отрасли и экономики в целом, чтобы в нужный момент поставить во главе топ-менеджера, наиболее соответствующего этапу развития компании. В то же время CEO компаний стоит развивать релевантные и становящиеся все более актуальными навыки, чтобы иметь возможность эффективно руководить компанией в новом этапе и снизить вероятность смещения с должности более подходящим кандидатом. Стоит отметить, что более 40% смен в компаниях выборки произошло по причине реструктуризации бизнеса компании: смена стратегии, переход в новый этап и т.д. Кроме того, более мелкие компании должны быть готовы к ряду сложностей при проведении процесса смены первого лица компании, поскольку в условиях слабого развитого российского рынка кадров высшего звена поиск достойного кандидата может стать довольно трудной задачей.

Стоит упомянуть также одну из характеристик генеральных директоров – возраст CEO компаний. В соответствии с результатами анализа в среднем вероятность смещения с должности более возрастного генерального директора ниже, чем более молодого главы компании. Данные итоги можно связать с более высоким уровнем социального капитала в структуре компании, наработанного за более продолжительный карьерный путь, и с большим управленческим и отраслевым опытом возрастного CEO. Генеральные директора в возрасте также в среднем склонны к проведению более консервативной политики и снижению уровня долга компании в частности [Bertrand, Schoar, 2003].

В работе было выявлено, что компании, принадлежащие к телекоммуникационной отрасли, в среднем характеризуются более высокой вероятностью смены первого лица. Подобная тенденция может быть интерпретирована следующим образом: в данном высокотехнологичном секторе экономики особенно важны требования к компетенциям инновационности менеджмента, а также высоки темпы роста и расширения бизнеса компаний. Стоит отметить, что в телеком-компаниях выборки ни одной смены не произошло по причине плохих финансовых результатов, в то время как реструктуризация бизнеса является причиной смен в 30% наблюдений. Таким образом, CEO важно уделять внимание развитию навыков, требуемых руководителю технологичной компании как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе, быть готовым адаптировать свои компетенции к изменению/ расширению модели бизнеса.

ОГРАНИЧЕНИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

В рамках представленной работы для выявления и анализа взаимосвязи вероятности смены первого лица компании с рядом финансовых и прочих показателей фирмы и ее СЕО было проведено эконометрическое моделирование с использованием модели логистической регрессии. По итогам описательной статистики, представленной в Таблице 2, в 13% наблюдений был зафиксирован факт смены генерального директора компании. Стоит отметить определенные ограничения данной работы: в связи со спецификой российского рынка и сформированной выборки (крупнейшие государственные и системообразующие компании) в панели преобладают наблюдения без факта смены главы компании. Подобная ситуация также характерна для исследования А. Муравьева [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009], которое является ориентиром данной работы.

В работе проводится анализ и интерпретация связи вероятности смещения генерального директора компании и ее финансовых показателей, таких как коэффициенты рентабельности. Однако, стоит указать, что лишь в 25% наблюдений (Рис. 6) смена СЕО произошла по причине неудовлетворительных финансовых результатов компании. Так, результаты регрессионного анализа могут быть смещены, поскольку причины смены первого лица компании не были учтены при построении эконометрических моделей. В статье А. Карминского и др. эконометрическое моделирование также проводится в отсутствии причин смены главы компании [А. Карминский, А.Рыбалка, Е. Шевченко, 2018].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Изучение процесса смены генерального директора компании и связи данного события с факторами корпоративного управления и особенностями компаний и СЕО представляет интерес как в разрезе дальнейшего анализа уже поднятых вопросов и сравнения полученных результатов с более ранними исследованиями, так и как выявление новых подтем для более детального понимания российской специфики.

Для проведения исследования была сформирована выборка из 71 публичной российской компании, ценные бумаги которых входят в индекс акций широкого рынка Московской фондовой биржи (ММВБ). Данные были взяты за 5 лет – в период с 2014 по 2018 год включительно для независимых переменных и за период с 2015 по 2019 год – для зависимой переменной, отвечающей за факт смены СЕО. Подобный выбор данных объясняется методом исследования, предполагающим анализ реакции компании посредством смены генерального директора по результатам деятельности компании и прочих характеристик в предыдущем году.

В работе была изучена взаимосвязь вероятности смещения руководителя компании с занимаемой должности с показателями финансово-экономического состояния фирмы. В качестве факторов финансовой результативности компании были взяты коэффициенты рентабельности активов и собственного капитала компании. Так, при увеличении значений показателей ROA и ROE в среднем при прочих равных происходит снижение вероятности смены генерального директора – менеджмент работает эффективно. В то же время стоит отметить факт финансовых ограничений операций – уровень долговой нагрузки прямо связан с вероятностью ухода СЕО, поскольку повышается мониторинг деятельности менеджеров со стороны кредиторов компании. Так, можно говорить о существовании механизмов корпоративного управления на российском рынке.

Говоря о характеристиках компании, стоит подчеркнуть, что было подтверждено наличие прямой взаимосвязи размера фирмы и вероятности проведения процесса смены ее руководителя: вероятность в среднем выше для более крупных компаний. Подобные результаты были получены в работах других авторов [Муравьев, Талавера, Билык, Гречанюк, 2009] и объясняются тем, что процесс смены относительно более простой для больших компаний, чем для их более мелких конкурентов. Анализ результатов исследования позволяет также говорить о наличии отраслевых особенностей. Так, принадлежность компании к телеком-сектору в среднем повышает вероятность смены СЕО,

что связано с потребностью в управленцах нового поколения, которые помогут компаниям успешно перейти в эру инновационности.

Анализируя и суммируя полученные по итогам проведенного исследования результаты, можно сделать вывод о существовании взаимосвязи между вероятностью смены генерального директора компании, финансово-экономическими показателями деятельности фирмы и рядом характеристик, описывающих компанию и ее руководителей. Так, для повышения уровня корпоративного управления и избегания скандальных увольнений, способных повлечь за собой снижение результативности компании, менеджерам стоит обращать внимание на коэффициенты рентабельности, а также уровень долговой нагрузки. Однако, учитывая ограничения данного исследования, для более полного понимания процесса смены CEO необходимо дальнейшее изучение данной тематики в разрезе корпоративного управления компании.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Глазунов Я. Исследование карьеры CEO в России / Я. Глазунов, Г. Ванин // Spencer Stuart, - 2019. - [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.spencerstuart.com/-/media/2019/june/russia_rttt_19_final.pdf (дата обращения: 19.02.2020).
2. Долгопятова Т. Г. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Т. Г. Долгопятова, И. Ивасаки, А. Яковлев // Издательский дом ГУ–ВШЭ, - 2007.
3. Дубинин С. Финансовый кризис 2014 —2015 гг. / С. Дубинин // Журнал Новой Экономической Ассоциации, - 2015. - № 2 (26). – С. 219–225. - [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.econorus.org/pdf/2015-26-219-225r.pdf> (дата обращения 15.04. 2020).
4. Глазунов Я. Исследование карьеры CEO в России / Я. Глазунов, Г. Ванин // Spencer Stuart, - 2019. - [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.spencerstuart.com/-/media/2019/june/russia_rttt_19_final.pdf (дата обращения: 19.02.2020).
5. Ежеквартальный отчет АФК «Система» за 4 кв. 2019 года. - [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.sistema.ru/fileadmin/user_upload/quarterly_reports/2019/otchet_afk_sistema_4_kv._2019_final.pdf (дата обращения: 20.03.2020).
6. Зайнуллин Е. «Мечел» сдает якутскую руду / Е. Зайнуллин. – Газета «Коммерсантъ». – 06.04.2020. - Вып. 61. - С. 6. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/4315030> (дата обращения: 06.04.2020).
7. Капелюшников Р. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» / Р. Капелюшников, Н. Демина // Российский журнал менеджмента, - 2005. - № 3 (3). – С. 27–42.
8. Карминский А. М. Факторы смены руководителей российских банков // А. М. Карминский, А. И. Рыбалка, Е.А. Шевченко, - Российский журнал менеджмента. – 2018. - №16 (1). – С. 95–108.
9. Матвеева А. Генеральная линия / А. Матвеева. – Harvard Business Review Россия, 2017. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://hbr-russia.ru/liderstvo/lidery/a19741> (дата обращения: 23.03.2020).

10. Московская фондовая биржа Индекс широкого рынка / Московская фондовая биржа. – 2016. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://fs.moex.com/files/14356/> (дата обращения: 24.02.2020).
11. Муравьев А. А. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях // А. А. Муравьев, - Российский журнал менеджмента. – 2003. - №1. – С. 77–90.
12. Муравьев А. А. Результаты деятельности фирм и смены менеджеров в Украине / А. Муравьев, А. Талавера, О. Билык, Б. Гречанюк // Российский журнал менеджмента, - 2009. - Том 7, No 4. - С. 13–32.
13. Орехов Д. Чувство долга: большинство корпоративных заёмщиков в РФ смогут погасить долги за 2–3 года/ Д. Орехов, А. Рогов, М. Доронкин//Долговая нагрузка корпоративного сектора, НКР. - 2020. - С. 1–12.
14. Пентюк А. Р. Корпоративное управление в российских компаниях: финансовые факторы смены руководителей / А. Р. Пентюк, С. А. Солнцев // Научные труды Лаборатории исследований рынка труда, - 2015. - №1: 3–43.
15. Пентюк А. Р. Эмпирическая оценка факторов смены руководителей российских торгуемых компаний // А. Р. Пентюк, С. А. Солнцев, - Проблемы теории и практики управления. - 2016. - №1: 114–122.
16. Попова С. Анализ долговой нагрузки в отраслях российской экономики/ С. Попова, Н. Карпова, А. Пономаренко, Е. Дерюгина//Серия докладов об экономических исследованиях, Банк России. - 2018. - Вып. 29. - С. 5–39.
17. Портер М. Конкурентная стратегия: техника анализа отраслей и конкурентов / М. Портер // М.: Альпина Паблишер, - 2015. – С. 36-108.
18. Смирнов М. В. Корпоративное управление // М. В. Смирнов, - Высшая школа менеджмента СПбГУ. - Лекционные материалы. – 2020.
19. Солнцев С. Изменения на российском рынке труда топ-менеджеров в период кризиса: свидетельства эмпирического исследования / С. Солнцев // Российский журнал менеджмента, - 2012. - № 11(1). С. 3–18.
20. Об акционерных обществах: федер. закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ: принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения: 22.11.2019).
21. Talent Equity Institute Ward Howel Преемственность в российском бизнесе: результаты исследования / Talent Equity Institute // Ward Howell, - 2014. - [Электронный ресурс]. — Режим доступа:

(дата обращения: 21.01.2020).

22. Standard&Poor's Портрет совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления // Standard&Poor's, - 2007.
23. Abramov A. The 2014–15 Financial Crisis in Russia and the Foundations of Weak Monetary Power Autonomy in the International Political Economy / A. Abramov, I. Viktorov // Journal of New Political Economy, - 2020. – Vol.25, №4. – P. 487-510.
24. Anderson C. W Corporate governance of Japanese banks / Anderson C. W., Campbell II T. L. // Journal of Corporate Finance, - 2004. - № 10 (3). – P. 327–354.
25. Bebchuk, Lucian A. and Roe, Mark J. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance / Lucian A. Bebchuk, Mark J Roe // Stanford Law Review, - 1999. - Vol. 52. № 131. – P. 127-170.
26. Bebchuk, Lucian A. Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights / Lucian Aye Bebchuk, Reinier Kraakman and George Triantis // Harvard Law School Olin Discussion Paper, - 1999. - №249. – P. 2-29.
27. Bertrand M. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies / M. Bertrand, A. Schoar // Quarterly Journal of Economics. – 2003. – №118. – P. 1169-1208.
28. Brunello G. CEO Turnover in Insider-Dominated Boards: The Italian Case / G. Brunello, C. Graziano, B. Parigi / Journal of Banking and Finance, - 2003. - № 27(6). - P. 1027-51.
29. Coleman S. Women and risk: An analysis of attitudes and investment behavior / S. Coleman // Academy of Accounting and Financial Studies Journal, - 2003. - №7 (2). – P. 99–114.
30. Conyon M. Board control, remuneration committees and top management compensation / M. Conyon, S. Peck // Academy Management Journal, - 1998. – Vol. 41. – P. 146- 157.
31. Crowley K. Anadarko's CEO Gets a \$98 Million Golden Parachute After Sale / K. Crowley, J. Zhao // Bloomberg. – 2019. - [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-06-07/anadarko-ceo-walker-gets-98-million-golden-parachute-after-sale> (дата обращения: 10.12.2019).
32. Das A., Ghosh S. Corporate governance in banking system: An empirical investigation / A. Das, S. Ghosh // Economic and Political Weekly, - 2004. - № 39 (12). – P. 1263–1266.
33. Dedman E. Shareholder wealth effects of CEO departures: evidence from the UK / E. Dedman, S. Lin // Journal of Corporate Finance, - 2002. - Vol. 8, issue 1. – P. 81-104.

34. Djankov S. Restructuring of Large Firms in Slovakia / S. Djankov, G. Pohl // William Davidson Institute Working Papers Series. – 1997. - №73. – P. 6-40.
35. Francoeur C. B. Gender diversity in corporate governance and top management / Francoeur C., Labelle R., Sinclair-Desgagné // Journal of Business Ethics, - 2008. -№ 81 (1). – P. 83–95.
36. Hillier D. Corporate Social Responsibility and the UK construction industry / P. Jones, D. Comfort, D. Hillier // Journal of Corporate Real Estate, - 2006. - № 8(3). – P. 7-36.
37. Kaplan S.N. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States / S. N. Kaplan // Journal of Political Economy, - 1994 (a). - № 102(3). - P. 510–546.
38. Kaplan S.N. Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany / S. N. Kaplan // Journal of Law, Economics, and Organization, - 1994 (b). - № 10(1). - P. 142–159.
39. Kaplan S.N. How Has CEO Turnover Changed? / Kaplan S.N., Minton B.A. // International Review of Finance, - 2002. - № 12(1). - P. 57–87.
40. Kato T. CEO Turnover, Firm Performance and Enterprise Reform in China: Evidence from New Micro Data / T. Kato, C. Long // Discussion Paper, - 2006. - No. 1914. – P. 3-42.
41. Jensen M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of the internal control systems / M. C. Jensen // Journal of Finance, - 1993. - № 48 (3). – P. 831–880.
42. Johnson S. Corporate governance in the Asian financial crisis / S. Johnson, P. Boone, A. Breach, E. Friedman // Journal of Financial Economics, - 2000. - №58. - P. 141-186. - Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=202748>
43. Morck R. Alternative Mechanisms for Corporate Control / R. Morck, A. Shleifer, R. W Vishny // American Economic Review, - 1989. - №79(4). – P. 12-52.
44. Orekhova S. CEO turnover and company performance : sensitivity and empirical estimates / S. Orekhova, L. Kudin, A. Kupera // Upravlenets – The Manager, - 2019. – Vol.10. - № 4. – P. 2-13.
45. Pi L. Firm performance, corporate governance, and CEO turnover: An empirical study from China / L. Pi, J. Lowe, Dr. Chao Zhao // ANZAM working paper, - 2009. – Vol. 18. – P. 3-15.
46. Rajan G. Financial Dependence and Growth / Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales // American Economic Review, - 1998. - Vol. 88, no. 3. – P. 559-586.
47. Rodionov D. Currency Crisis in Russia on the Spun of 2014 and 2015: Causes and Consequences / D. Rodionov, V. Pshenichnikov, E. Zherebov // Procedia - Social and Behavioral Sciences, - 2015. - Vol. 207. – P. 850-857.

48. Rokiah I. Corporate Performance, Corporate Governance and CEO Dismissal in Malaysia / I. Rokiah, Mohd 'Atef Md. Yusof // Global Journal of Business and Social Science Review, - 2013. - № 1 (2). – P. 113 – 126.
49. Rose C. Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence / C. Rose // Corporate Governance: An International Review, - 2007. – №15 (2). - P. 404–413.
50. Schubert R. Financial decision-making: Are women really more risk-averse? / Schubert R., Brown M., Gysler M., Brachinger H. W. // American Economic Review, - 1999. - № 89 (2). – P. 381–385.
51. Shleifer A. A Survey of Corporate Governance / A. Shleifer, R. Vishny // Journal of Finance, - 1997. - № 52(2). - P. 737-83.
52. Stelter N. Z. Gender differences in leadership: Current social issues and future organizational implications / N. Z. Shelter // Journal of Leadership & Organizational Studies, - 2002. - № 8 (4). – P. 88–99.
53. Volpin P. Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy / P. Volpin // Journal of Financial Economics, - 2002. - Vol. 64, issue 1. – P. 61-90.
54. Warner J. The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors / M. C. Jensen, J. B. Warner // Journal of Financial Economics, - 1998. – Vol. 20. – P. 1-507.
55. Weisbach M. Outside directors and CEO turnover / M. Weisbach // Journal of Financial Economics, - 1988. - Vol. 20, issue 1-2. – P. 431-460.